



**Sveučilište  
Sjever**

Završni rad br. 263/TGL/2015

## **Značaj financijske euroizacije za kreditnu politiku i gospodarstvo Hrvatske**

Davor Podgajski, 4626 / 601

Varaždin, rujan 2015. godine





**Sveučilište  
Sjever**

Odjel za Tehničku i gospodarsku logistiku

Završni rad br. 263/TGL/2015

## **Značaj financijske euroizacije za kreditnu politiku i gospodarstvo Hrvatske**

### **Student**

Davor Podgajski, 4626 / 601

### **Mentor**

mr. sc. Tomislava Majić

Varaždin, rujan 2015. godine





## PREDGOVOR

Koristim ovu prigodu kako bih zahvalio svojoj mentorici mr. sc. Tomislavi Majić na velikoj pomoći tijekom pisanja ovog rada. Mentoričino znanje, visoka stručnost i profesionalni angažman uvelike su mi pomogli kod pisanja rada te kod same pripreme i obrade podataka.

Veliko hvala i kolegama s fakulteta, koji su mi uvijek bili spremni pomoći.

*Najveća hvala mojoj obitelji, poglavito supruzi i djeci na njihovom razumijevanju, što su mi svojim mnogobrojnim odricanjima omogućili studiranje, te što su mi bili velika podrška od samog početka studiranja pa sve do završetka.*

## SAŽETAK

Euroizacija nastaje kao posljedica nestabilnosti u određenom gospodarstvu. Moguće je izračunati koncentraciju euroizacije neke države. Postoje razni čimbenici koji utječu na odabir tečajnog režima privrede. Ovisno o vrsti tečajnih režima moguće je razlikovati vrste euroizacije: službenu, poluslužbenu, neslužbenu te monetarnu uniju. Svaka vrsta euroizacije ima troškove i koristi. Neslužbena euroizacija je situacija kada država ima nacionalnu valutu, ali se koristi i strana. Ovu vrstu euroizacije u pravilu koriste države koje su pretrpjele velike hiperinflacijske šokove, kao na primjer Hrvatska.

Europska monetarna unija je primjer monetarne unije kao četvrte varijacije euroizacije. Ona predstavlja ekonomsku i monetarnu integraciju svih zemalja članica. Postoje razne prednosti, ali i nedostaci euroizacije kao što je ograničenje nacionalne monetarne politike. U novijim istraživanjima spominje se deeuroizacija, odnosno strategija izlaza iz euroiziranog sustava, no pitanje je, je li ona izvediva. Republiku Hrvatsku su kroz povijest obilježile brojni problemi i brojne reforme što donekle utječe na njenu situaciju danas. Hrvatsku obilježava visoko nepovjerenje građana u nacionalnu valutu što je vidljivo kod štednje, gdje je udio deviznih depozita bitno veći od kunskog dijela.

**Ključne riječi:** deeuroizacija, euroizacija, financijska liberalizacija tržišta, monetarna unija, tečajni režim.

# SADRŽAJ

<b>1.UVOD.....</b>	<b>2</b>
1.1.Predmet i cilj rada .....	2
1.2. Izvori podataka i znanstvene metode .....	2
1.3. Sadržaj i struktura rada .....	3
<b>2.POJMOVNO ODREĐENJE I KARAKTERISTIKE FINACIJSKE EUROIZACIJE ...</b>	<b>2</b>
2.1. Definicija pojma eurouzacije.....	4
2.2. Vrste financijske euroizacije i njihova obilježja.....	5
2.3. Uzroci i učinci financijske euroizacije.....	9
2.4. Koristi i troškovi zemlje emitenta valute i službeno euroizirane zemlje.....	13
<b>3.MONETARNA POLITIKA I BANKARSTVO U UVJETIMA EUROIZACIJE.....</b>	<b>18</b>
3.1. Obilježja bankovnih sustava visoko euroiziranih zemalja.....	18
3.2. Ograničenja monetarne politike u uvjetima euroizacije.....	19
<b>4.EUROIZACIJA U EUROPI .....</b>	<b>22</b>
4.1.Monetarna unija i financijska liberalizacija EU.....	22
4.2. Euroizacija u Europskoj Uniji.....	27
4.3 Euroizacija u tranzicijskim zemljama .....	29
4.4.Interna i eksterna liberalizacija Europske unije .....	31
<b>5.EUROIZACIJA U HRVATSKOJ.....</b>	<b>36</b>
5.1.Gospodarsko okruženje i euroizacija u Hrvatskoj .....	36
5.2.Kamatna politika i euroizacija .....	40
5.3.Deeuroizacija u Hrvatskoj.....	51
<b>6.ZAKLJUČAK .....</b>	<b>55</b>
<b>7.POPIS LITERATURE .....</b>	<b>57</b>



## **1.UVOD**

### **1.1.Predmet i cilj rada**

Predmet ovog rada je analiza financijske euroizacije u Hrvatskoj i Europskoj Uniji. Analiza ne isključuje mogućnost da je utjecaj globalne financijske i gospodarske krize prekinuo višegodišnji trend smanjivanja kreditne i depozitne euroizacije, koji bi se u suprotnom nastavio. Analizirane su i konkretne mjere središnje banke u posljednjih sedam godina kako bi se utvrdilo koje su od tih mjera pridonijele djelomičnoj deeuroizaciji. Korištenje strane valute u nekoj državi naziva se dolarizacijom, iako bi u Europi pravilniji naziv bio euroizacija. Euroizacija je razmjerno rijetka pojava. Ipak, posljednjih godina privlači mnogo pozornosti, što se može dokazati sve većim brojem studija koje obrađuju taj problem te sve većim brojem zemalja koje se kreću u tom smjeru.

Ciljevi rada su istražiti važnost euroizacije, ciljeve euroizacije, situaciju u Hrvatskoj te uzroke euroizacije. Izlazna strategija Hrvatske jeste euroizacija, ali je prije toga potrebno da vlada RH i stručnjaci obave svoj dio posla. Cilj rada je objasniti pojmove kao što su deprecijacija, monetarna unija, liberalno tržište itd. Deprecijacija je pridonijela iznimno brzom rastu loših kredita banaka u regiji, a visok stupanj kreditne euroizacije smanjio je i manevarske mogućnosti nositelja ekonomske politike u pogođenim zemljama da na krizu odgovore protu cikličkim monetarnim mjerama.

### **1.2. Izvori podataka i znanstvene metode**

Najvažniji izvori podataka za pisanje ovog rada su knjige i znanstveni članci iz područja monetarne unije, fiskalne politike EU, financijske euroizacije i deeuroizacije. Od radova ističu se: Ekonomska globalizacija i razvoj u malim zemljama Europe autora P. Krbeća, Europska monetarna unija i Hrvatska, Financije u vrtlogu globalizacije autora Sandre Krtalić i Manuele Benazić, Novak, B. Politika emisije kovanica denominiranih u eurima i eurocentima.

Korištena je i strana literature, primjerice: Basso, H.S. et al (2011.) Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates, . Broda, C., Yeyati, E.L.(2006.) Endogeneous Deposit Dollarization, Journal of Money, Credit and Banking.

Najvažnije znanstvene metode koje su se koristile u prvom dijelu rada gdje je teorijski uvod u temu: induktivna i deduktivna metoda, metoda analize i sinteze, metoda apstrakcije i konkretizacije, metoda generalizacije i specijalizacije, metoda klasifikacije, metoda deskripcije, metoda kompilacije, komparativna metoda, metoda brojenja, metoda dokazivanja i opovrgavanja.

### **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Ovaj diplomski rad se sastoji od ukupno 6 dijelova. U uvodnom dijelu navedeni su predmet i cilj rada te najvažniji izvori podataka. U drugom dijelu pobliže je definiran pojam euroizacije. To uključuje: vrste financijske euroizacije, uzroke i učinke njezina nastanka, zatim proces provođenja službene euroizacije te na kraju analizu koristi i troškova zemlje emitenta valute te službeno euroizirane zemlje. U trećem dijelu dan je pregled ograničenja i obilježja monetarne politike i bankovnog sustava visoko euroiziranih zemalja. U četvrtom poglavlju analizirana je financijska euroizacija u Europi. U petom poglavlju dan je pregled euroizacije u Hrvatskoj, od povijesnih uzroka do trenutnog stanja. Također je dana perspektiva deeuroizacije s predloženim mjerama. U posljednjem šestom poglavlju iznesene su ključne činjenice i zaključci koji proizlaze iz pisanja ovog diplomskog rada.

Uz ova osnovna poglavlja, diplomski rad sadrži i sljedeće dijelove:

- Sažetak
- Ključne riječi
- Popis slika
- Popis tablica
- Popis literature

## **2. POJMOVNO ODREĐENJE I KARAKTERISTIKE FINACIJSKE EUROIZACIJE**

### **2.1. Definicija pojma euroizacije**

Problemi finacijskog sektora s kojima se povremeno susreću gotovo sve zemlje svijeta ogledaju se, između ostalog, i u nestabilnosti valute. Nestabilnost valute dovodi do pada njezine vrijednosti, odnosno do porasta stope inflacije. Samim time dolazi do nepovjerenja građana u sposobnost monetarnih vlasti da riješe probleme nacionalnog finacijskog sustava.

Valuta, tj. novac ima tri osnovne funkcije, a to su: prometno i platežno sredstvo, jedinica mjere i očuvanje vrijednosti imovine. Iz takvog određenja možemo zaključiti kako nestabilnost valute ima važan utjecaj na gospodarstvo, kako u okvirima nacionalnih granica, tako i izvan njih.

U posljednje vrijeme sve se češće raspravlja o tome, je li zemljama u razvoju (i tranzicijskim zemljama) uopće potrebne središnja banka, nacionalna valuta i neovisna monetarna politika. Ukratko, postavlja se pitanje ne bi li za njih bilo bolje da napuste slabe i nestabilne domaće valute te u optjecaj uvedu neku od zdravih svjetskih valuta. Međutim, ovo nije samo ekonomsko, već i vrlo važno političko pitanje. Razlog tome je što je za takve zemlje nacionalna valuta i neovisna monetarna politika bitna za očuvanje nacionalnog identiteta.

S druge pak strane, u novčanom optjecaju većine tih zemalja već ionako paralelno s nacionalnom valutom cirkulira i neka od stabilnih stranih valuta. To je valuta u koju građani i ostali subjekti na tržištu imaju povjerenja. Ona se nalazi u određenom odnosu s domaćom valutom te osim funkcije prometnog i platežnog sredstva obično vrši i ostale funkcije novca (očuvanje realne vrijednosti imovine i jedinica mjere).

Upravo se proces u kojem inozemna valuta preuzima monetarne funkcije nacionalne valute naziva euroizacija/dolarizacija. Pri tome valja naglasiti da se pojam odnosi na cirkuliranje bilo koje stabilne strane valute u optjecaju, a ne isključivo američkog dolara ili eura kako bi se iz naziva moglo zaključiti. U suvremenim uvjetima najraširenije valute su US dolar, euro i yen, dok su ranije to bile njemačka marka i francuski franak.

Korištenje pojma euroizacija/dolarizacija vezano je uz mnoštvo valutnih fenomena koji uključuju različite oblike supstitucije domaće valute stranom valutom, o čemu će više biti rečeno u sljedećem poglavlju.

Euroizacija je, dakle, pojava kada se unutar monetarnih granica jedne države paralelno ili samostalno koristi strana valuta u novčanom optjecaju koja obavlja jednu ili više funkcija novca. Strana valuta najčešće prvo preuzima funkciju štednje, zatim funkciju mjere vrijednosti, a na kraju i funkciju prometnog i platežnog sredstva.

U literaturi se susrećemo s tezom kako je službena euroizacija posebno pogodna za male i otvorene zemlje, ali s druge strane postoji mišljenje da su slobodno formiranje deviznog tečaja i nezavisna, makar slaba, monetarna politika važnije od svih prednosti euroizacije.[1]

## **2.2. Vrste financijske euroizacije i njihova obilježja**

Unutar pojma euroizacije postoje tri vrste, odnosno varijante. To su neslužbena, poluslužbena i službena. [1]

- 1. Neslužbena euroizacija** postoji kada stanovništvo značajan dio svojih sredstava drži u stranoj valuti, iako ta valuta nije službena valuta dotične zemlje. Neslužbena euroizacija uključuje usporedno korištenje domaće i strane valute u obavljanju različitih funkcija novca. To zapravo znači postojanje dualnog sustava u kojem paralelno cirkuliraju domaća i strana valuta. Pri tome domaća valuta obavlja funkciju prometnog i platežnog sredstva, dok strana valuta obavlja ostale funkcije novca, tj.sredstvo štednje, mjera vrijednosti i sredstvo izražavanja dugova. Unutar pojma razlikuju se slučajevi kada je držanje sredstava u stranoj valuti dopušteno, kao i oni kada je zakonski zabranjeno. Najčešći motiv zbog kojeg stanovništvo koristi stranu valutu je pokušaj očuvanja realne vrijednosti imovine u razdobljima visoke i rastuće stope inflacije u domaćem gospodarstvu koja svakim danom snižava vrijednost nacionalnoj valuti.[2]

Neslužbena euroizacija uključuje:[2]

- Strane obveznice i drugu nemonetarnu imovinu, koja se u pravilu drži u inozemstvu

- Inozemne depozite denominirane u stranoj valuti
- Domaće depozite denominirane u stranoj valuti
- Stranu valutu (kovani i papirni novac) koja neslužbeno cirkulira u optjecaju

Neslužbena euroizacija se javlja u formi ***valutne supstitucije, imovinske supstitucije te realne euroizacije.***

Do *valutne supstitucije* dolazi zbog inflacijskih pritisaka koji obezvređuju domaću valutu. Uslijed toga dolazi do preferencije korištenja stranog novca kao instrumenta plaćanja. Shodno tome, valutnu supstituciju možemo zamijeniti pojmom „*euroizacija plaćanja*“.

*Imovinska supstitucija* označava držanje stranih valuta, odnosno deviza kao oblika imovine, te denominaciju financijskih potraživanja i obveza u stranim valutama. Imovinska supstitucija se u praksi najčešće javlja u formi *euroizacije depozita*, što označava držanje deviznih depozita kao oblika imovine.

Konačno, *realna euroizacija* označava denominaciju, odnosno fiksiranje cijena i nadnica u stranoj valuti.

Slično tome, razlikuju se određene faze neslužbene euroizacije. U prvoj fazi strana valuta služi isključivo za očuvanje vrijednosti. Osnovni razlog zbog kojeg stanovništvo svoju imovinu drži denominiranu u stranoj valuti u inozemstvu je pad vrijednosti domaćeg novca. U sljedećoj fazi strana valuta prelazi državnu granicu te devizni depoziti zauzimaju sve veći udio u strukturi depozita u domaćim bankama. U prometu također već počinju cirkulirati strane novčanice, iako se kao sredstvo prometa i plaćanja još uvijek koristi domaća valuta. Izuzetak je kupovina skupljih proizvoda, kao što su automobili, kuće i sl., za koje se koristi strana valuta. U ovoj fazi strana valuta nije legalno zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja, iako se koristi u velikoj mjeri. Dapače, u nekim je slučajevima i izričito zabranjena. U konačnoj trećoj fazi strana valuta na tržištu preuzima ulogu domaće valute i vrši sve funkcije novca (uz prešutno dopuštenje vlasti).[2]

Razmjere neslužbene euroizacije veoma je teško točno utvrditi i statistički analizirati. Alternativno, može se utvrditi tako da se promatra udio deviznih depozita u pasivi cjelokupnog domaćeg bankarskog sustava.

2. ***Poluslužbena euroizacija*** podrazumijeva upotrebu stranog novca kao legalnog, ali ima sekundarnu ulogu te se koristi kod manjih plaćanja.[1] Strana valuta legalno cirkulira u prometu te depoziti denominirani u stranoj valuti mogu nadmašiti veličinu depozita u domaćem novcu u bankama. Ali ono što je bitno je upravo to da je ukupno značenje strane valute u odnosu na domaću sekundarno. Nacionalna valuta tako ipak prevladava u novčanom prometu kao sredstvo prometa i plaćanja.

Iako je korištenje i postojanje strane valute u novčanom optjecaju dotične zemlje legalizirano, zemlje koje provode poluslužbenu euroizaciju još uvijek imaju svoju središnju banku te vode samostalnu i neovisnu monetarnu politiku.

3. ***Službena euroizacija*** postoji u zemljama u kojima strana valuta ima isključivu i dominantnu ulogu domaćeg novca. Strana valuta obavlja sve funkcije novca, uključujući i funkciju sredstva prometa i plaćanja, i to u svim plaćanjima bez izuzetka.

Ukoliko zemlja uvede službenu euroizaciju to znači da se u potpunosti odriče svoje nacionalne valute, samostalne monetarne politike, ali i svoje središnje banke. Ukoliko domaća valuta i postoji, ona ima sekundarnu, gotovo beznačajnu ulogu. Neke od zemalja koje su uvele službenu euroizaciju niti ne emitiraju nacionalnu valutu. Neke pak emitiraju samo kovanice kao svojevrsno kompromisno rješenje.

Većina zemalja koristi samo jednu stranu valutu, a moguće je korištenje i više valuta.

Sljedeći korak u procesu službenog euroiziranja neke zemlje je ***financijska integracija*** dviju zemalja. Radi se o spajanju financijskih sustava tih dviju zemalja. To zapravo znači da strane financijske institucije podliježu istim zakonima kao i domaće. Također, za strane financijske institucije vrijede ista prava i obveze poslovanja kao i za domaće. Smatra se da se pravi efekti službene euroizacije postižu tek s financijskom integracijom dvaju sustava.[2]

Svim zemljama koje su u svom gospodarstvu imale neki od oblika euroizacije zajedničke su sljedeće pojave:

- rast inflacije,
- nekonvertibilnost i nestabilnost domaće valute,
- neodgovarajuća monetarna politika te
- općenito kriza u gospodarstvu.

Veoma je teško procijeniti koliki je utjecaj euroizacija, bilo neslužbena ili poluslužbena, imala na gospodarske pokazatelje pojedinih zemalja. Dok, s jedne strane, euroizacija kao model za rješavanje gospodarskih problema pokazuje dobre rezultate, s druge strane se pokazuje da nema univerzalnog rješenja, odnosno da za svako gospodarstvo postoje individualna rješenja.

Također treba napomenuti da je za postizanje željenih učinaka euroizacije potrebno proći određeno vremensko razdoblje. U prvom razdoblju nakon uvođenja strane valute može se očekivati zadržavanje gospodarskih problema iz prethodnih razdoblja. Razlog tome je što se radi o problemima strukturalne prirode. Ono što zdrava i stabilna valuta stvara su tek pretpostavke za njihovo uspješno rješavanje.

### **2.3. Uzroci i učinci financijske euroizacije**

Euroizacija u suštini predstavlja pokušaj nacionalnog stanovništva da u nestabilnim uvjetima očuva vrijednost svoje imovine. Drugim riječima, euroizacija predstavlja tzv. "bijeg u sigurnost".

Nestabilni uvjeti koji pridonose nastanku euroizacije su uglavnom inflatorni poremećaji te neuspješna primjena stabilizacijskih programa. Drugim riječima, euroizacija je posljedica čestih izmjena gospodarskih politika, pri čemu važnu ulogu igra i turbulentno političko okruženje.

Uzrok pojavi euroizacije su i očekivanja od deprecijacije domaće valute. Kao što je već rečeno, najčešći motiv zbog kojeg stanovništvo tada koristi stranu valutu je pokušaj očuvanja realne vrijednosti imovine u razdobljima visoke i rastuće stope inflacije u domaćem gospodarstvu koja svakim danom snižava vrijednost domaćoj valuti.

Nerazvijeno i nestabilno domaće financijsko tržište te problemi u bankarskom sektoru također su jedan od uzroka euroizacije. Pritom se misli na uplitanje države na stanje na financijskom tržištu s jedne strane, te na pretjerano oslanjanje banaka na kredite središnje banke, s druge strane.

Još jedan važan uzrok koji pridonosi razvoju euroizacije neke zemlje je nesigurnost u pogledu kreiranja, provedbe i uspješnosti buduće ekonomske strategije, te politička nesigurnost. Ovdje treba naglasiti da je povjerenje stanovništva od iznimne važnosti.

Slijedi pregled uzroka euroizacije za pojedine vrste, a to su kreditna euroizacija, depozitna euroizacija te valutna supstitucija.

Glavni uzroci *kreditne euroizacije* su sljedeći:[3]

1. manjak vjerodostojnosti nositelja gospodarske politike ili općenita institucionalna slabost zemlje (osobito ako se to u prošlosti očitovalo tako da su uobičajena ciklička kretanja gospodarstva često rezultirala gospodarskom krizom),
2. povijest kolebljive inflacije,
3. niža cijena deviznih kredita u odnosu na kredite nominirane u domaćoj valuti,
4. *de facto* rigidan tečajni režim bez obzira na *de iure* režim,
5. visok stupanj razvijenosti financijskog sustava,
6. postojanje lako dostupnih i jeftinih inozemnih izvora financiranja, neovisno o udjelu inozemnog vlasništva u domaćem bankarskom sektoru, te
7. nepostojanje razvijenog tržišta izvedenih instrumenata za zaštitu od valutnog rizika u kombinaciji s visokim stupnjem depozitne euroizacije i regulativom koja ograničuje izloženost financijskih institucija izravnom valutnom riziku.



Gore navedeni uzroci, 1) manjak vjerodostojnosti nositelja gospodarske politike ili općenita institucionalna slabost zemlje (osobito ako se to u prošlosti očitovalo tako da su uobičajena ciklička kretanja gospodarstva često rezultirala gospodarskom krizom), 2) povijest kolebljive inflacije, te 7) nepostojanje razvijenog tržišta izvedenih instrumenata za zaštitu od valutnog rizika u kombinaciji s visokim stupnjem depozitne euroizacije i regulativom koja ograničuje izloženost financijskih institucija izravnom valutnom riziku, povezuju kreditnu euroizaciju s pojavom *depozitne euroizacije*[4]. Još jedan uzrok depozitne euroizacije je trend deprecijacije domaće valute.

Nadalje, uzroci 1) manjak vjerodostojnosti nositelja gospodarske politike ili općenita institucionalna slabost zemlje (osobito ako se to u prošlosti očitovalo tako da su uobičajena ciklička kretanja gospodarstva često rezultirala gospodarskom krizom), i 2) povijest kolebljive inflacije također pridonose i *valutnoj supstituciji*.

Osim njih, kao uzroci valutne supstitucije još se ističu:[5]

1. nepovjerenje u bankarske institucije zbog povijesti bankarskih kriza kod kojih je došlo ili do prisilne konverzije deviznih depozita u depozite nominirane u domaćoj valuti ili do privremene nemogućnosti pristupa tim depozitima,
2. niži stupanj dostupnosti bankovnih usluga stanovništvu[6], te
3. veća učestalost platnih transakcija u devizama.

Promatrani učinci euroizacije mogu se podijeliti na pozitivne i negativne, odnosno na koristi i troškove koje pojedina zemlja ima uslijed pojave euroizacije.

Jedan od negativnih učinaka euroizacije je otežano provođenje monetarne politike i stabilizacijskih mjera središnjoj banci. Razlog tome je nemogućnost kontrole količine novca u optjecaju. Drugim riječima, nepoznat je točan obujam novčanog optjecaja, te ga središnja banka mora procjenjivati različitim metodama. Mjerenje najviše otežava činjenica kako se u većini slučajeva radi o držanju strane gotovine, a do tih je podataka gotovo nemoguće doći. Za mjerenje euroizacije koriste se skupine *izravnih* i *neizravnih* metoda mjerenja.

Izravne metode mjerenja uključuju statističko praćenje priljeva i odljeva domaće gotovine. Međutim, priljeve, tj. odljeve je statistički teško evidentirati ukoliko zemlja, npr., ima visoke devizne priljeve od turizma ili transfera obiteljima iz inozemstva. S druge strane, neizravne metode se najvećim dijelom temelje na procjenama količine strane valute u nacionalnom gospodarstvu. Obje skupine metoda imaju svojevrzne nedostatke te se rezultati dobiveni njihovom primjenom ne mogu smatrati preciznim i posve točnim, što samo potvrđuje tezu o nemogućnosti kontrole količine novca u optjecaju.

Kad je neko gospodarstvo euroizirano tada postoji stalna mogućnost bijega štednje u inozemstvo. Samim time povećava se opasnost od nastanka bankovnih, finansijskih ili valutnih kriza.

Također, kod postojanja euroizacije se smanjuje emisijska dobit, te je i mogućnost financiranja proračunskog deficita inflacijskim oporezivanjem manja.

Suprotno upravo navedenim troškovima koje donosi euroizacija, njezina pojava ima i određene koristi, odnosno pozitivne učinke. Kao jedna od glavnih prednosti euroizacije ističe se zaustavljanje inflacije i smanjenje rizika od inflacije u budućnosti. Također, euroizacija pridonosi smanjivanju rizika devalvacije, odnosno deprecijacije domaće valute te općenito smanjivanju rizika zemlje. Konačno, euroizacija omogućuje postizanje veće transparentnosti.

Mišljenja da li neslužbena i/ili poluslužbena euroizacija imaju stvarne stabilizacijske učinke na gospodarstvo su još uvijek podijeljena. Destabiliziranje potražnje za nacionalnom valutom može biti negativna posljedica neslužbene euroizacije. Naime, ako se domaći novac zamjenjuje za strani to može izazvati pad tečaja domaće valute i pokrenuti inflaciju. Isto tako, ukoliko su značajniji iznosi novčanih sredstava u obliku bankovnih depozita, tada promjena kamatnih stopa jedne valute u odnosu na drugu može imati kao posljedicu prelijevanje depozita iz valute u valutu. To značajno otežava kreiranje monetarne politike i poslovanje središnje banke. Suprotno negativnim posljedicama, postojanje neslužbene euroizacije omogućuje očuvanje realne vrijednosti imovine od inflacije.[1]

Dok učinci poluslužbene i neslužbene euroizacije na gospodarstvo izazivaju oprečna mišljenja i stavove stručnjaka, službena euroizacija zasigurno ima stabilizacijske učinke. Razlog tome je što

je u novčanom optjecaju samo jedna valuta čime su špekulacije valutom i kamatnom stopom na depozite nemoguće.[2]

## **2.4. Koristi i troškovi zemlje emitenta valute i službeno euroizirane zemlje**

Postojanje određenog stupnja euroizacije u gospodarskom sustavu neke države ima utjecaja na obje zemlje, kako na zemlju koja koristi stranu valutu (euroizirana zemlja), tako i na zemlju koja tu valutu emitira (emitent valute).

Slijedi pregled koristi i troškova obje zemalja.

### **Koristi i troškovi zemlje emitenta valute**

Najvažnija korist koju od euroizacije ima zemlja emitent valute je seigniorage prihod. Naziva se još i emisijska dobit. Seigniorage prihod označava prihod središnje banke koja je emitent papirnog i kovanog novca. Prihod nastaje iz obveze korištenja domaće valute kao zakonskog i definitivnog sredstva plaćanja. Taj prihod obično iznosi 1-1,5 % BDP-a u gospodarstvima koja su stabilna. Nasuprot tome, ako je u gospodarstvu prisutna visoka stopa inflacije, tada vlada može korištenjem seigniorage-a kratkoročno ostvariti visoke prihode, ali time potiče inflaciju. Dugoročno gledano, na taj način čini valutu manje poželjnom i zapravo smanjuje buduće prihode.[2] Kod seigniorage prihoda razlikuju se neto i bruto seigniorage. Neto seigniorage se dobiva kao razlika stvarne vrijednosti novca u optjecaju i troškova cirkulacije novca, dok bruto seigniorage izuzima troškove cirkulacije.

Od ostalih koristi koje ima zemlja emitent valute ističu se smanjivanje (eliminiranje) valutnog rizika te eliminiranje troškova konverzije valuta. To omogućuje bolje trgovinske veze između dviju zemalja. Dodatna korist zemlji emitentu valute je činjenica da njezini proizvodi postaju konkurentniji i atraktivniji na tržištu euroizirane zemlje.

Pored koristi koje zemlja emitent valute ima od euroizacije, a koje su upravo navedene, ona je izložena i određenim troškovima.

Kao najznačajniji trošak navodi se otežano vođenje monetarne politike. Kao što je već isticano u radu, u prvom redu se radi o nemogućnosti kontrole količine novca u optjecaju. Također, prilikom promjene visine kamatnih stopa mnogi korisnici valute vrše pritisak na središnju banku. Kao što je poznato, svaka središnja banka trebala bi biti oslobođena takvih pritisaka, te to predstavlja veliki rizik za zemlju emitenta valute.

Zemlje koje su službeno euroizirane odrekle su se neovisne monetarne politike i svoje središnje banke. Stoga te zemlje često očekuju od zemlje emitenta valute da rješava njihove unutarnje probleme i probleme u bankarskom sustavu. Očekuju da središnja banka zemlje emitenta djeluje kao davatelj posljednjeg utočišta njihovim komercijalnim bankama, te da obavlja nadzor i kontrolu nad financijskim sustavom.[2] Međutim, zemlja službenom euroizacijom preuzima samo valutu druge zemlje, dok se svi ostali problemi trebaju rješavati u okviru nacionalnih institucija. Kako bi se zemlje emitenti valute zaštitile od eventualnih utjecaja koje bi mogle imati na gospodarstvo druge zemlje, često donose i zakonske propise kojima se od toga ograđuju.

Nadalje, trošak, odnosno rizik za zemlju emitenta valute postoji u slučaju pada vrijednosti domaće valute. U tom slučaju postoji opasnost da će euroizirane zemlje početi koristiti neku drugu, stabilniju valutu. Samim time zemlji emitentu bi se povećala količina novca u optjecaju, što bi posljedično moglo rezultirati još većim padom vrijednosti domaće valute. Jedina prevencija protiv ovog rizika je održavanje stabilnosti i konvertibilnosti valute.[2] Sve dok je tako, euroizirane zemlje neće imati potrebu koristiti drugu valutu.

U sljedećoj tablici dan je pregled najznačajnijih koristi i troškova za zemlju emitenta valute.

Tablica 1.: Koristi i troškovi zemlje emitenta valute

KORISTI	TROŠKOVI
Seigniorage prihod	Otežano vođenje monetarne politike (otežana kontrola količine novca u optjecaju)
Smanjenje valutnog rizika	Očekivanja da središnja banka zemlje emitenta djeluje kao „davatelj posljednjeg utočišta“
Eliminiranje troškova konverzije valuta	U slučaju pada vrijednosti domaće valute, euroizirane zemlje se mogu okrenuti drugim, stabilnijim valutama

### **Koristi i troškovi službeno euroizirane zemlje**

Zemlja koja se službeno euroizira u svoj gospodarski sustav uvodi jaku, stabilnu i konvertibilnu valutu kojom zamjenjuje dotadašnju nacionalnu valutu. Pritom se ostvaruju brojne koristi.

Ponajprije, dolazi do zaustavljanja inflacije i smanjenja rizika od inflacije u budućnosti. To stanovnicima napokon omogućuje toliko željenu zaštitu realne vrijednosti imovine. Nadalje, zemlja koja se odluči na službenu euroizaciju odlučna je riješiti ekonomske probleme, pa čak i ako to uključuje oštre mjere. Nakon uvođenja službene euroizacije zemlja pripada stabilnoj valutnoj zoni, što smanjuje transakcijske troškove i eliminira troškove konverzije valuta.[2] Kada zemlja preuzme stabilnu stranu valutu time preuzima i njezinu vjerodostojnost, što uvelike smanjuje mogućnost pojave nepovoljnih kretanja u gospodarstvu. Također se smanjuju ili potpuno eliminiraju rizik zemlje[3] i rizik devalvacije.

S obzirom da se uvođenjem službene euroizacije zemlja odriče svoje središnje banke, tada i vlada gubi mogućnost utjecaja na monetarnu politiku te se samim time povećava transparentnost cjelokupnog gospodarstva. Posljedično se povećava razina budžetske discipline i potencijalno smanjuje javni dug.

S druge strane, službena euroizacija sa sobom donosi i određene troškove.

Euroizirana zemlja uvođenjem druge valute kao službene u prvom redu ima gubitak seigniorage prihoda. Trošak seigniorage prihoda dijeli se na jednokratni i višekratni. Jednokratni trošak podrazumijeva trošak pribavljanja dovoljnog iznosa stranih sredstava kako bi se novčani promet mogao neometano odvijati. U literaturi se navodi da taj trošak iznosi 4-5 % BDP-a. Višekratni trošak pak označava gubitak svake godine. S obzirom na odricanje od središnje banke i nacionalne valute, zemlja se odriče i dobiti koju je donosilo držanje deviznih rezervi središnje banke u visokosigurnim vrijednosnicama.

Također, službeno euroizirana zemlja ima još niz jednokratnih troškova koji nastaju uslijed zamjene domaće valute stranom. Ti jednokratni troškovi su: jednokratna konverzija cijena, reprogramiranje, registar blagajni i ostali troškovi tehničke prirode.

No ipak, najvažniji troškovi uslijed službene euroizacije su nestanak središnje banke kao „davatelja posljednjeg utočišta“ i gubitak nezavisne monetarne politike.[1] Zemlja koja se službeno euroizira zapravo preuzima monetarnu politiku zemlje od koje preuzima valutu. Budući da je monetarna politika važan instrument za poticanje gospodarskih kretanja, odricanje od vlastite monetarne politike može biti veoma nepovoljno za zemlju koja se euroizira. Zemlja emitent valute koristit će svoju monetarnu politiku za regulaciju svog tržišta. Pritom se može dogoditi da takva politika nije pogodna za euroiziranu zemlju, već joj može i štetiti. Primjerice, ako je u zemlji emitentu valute stanje prijeteće inflacije, poduzimat će se mjere restriktivne politike. Nasuprot tome, ako je euroizirana zemlja u stanju recesije, to zahtijeva ekspanzivniju monetarnu politiku. S obzirom da se jednom monetarnom politikom ne mogu istovremeno rješavati dva različita problema, a euroizirana zemlja više nema mogućnost poduzimanja devalvacije ili financiranja državnog proračuna iz primarne emisije, lošije prolazi zemlja korisnica strane valute.[1] Vezano uz ovaj primjer, može se izreći stav koji je pomalo ekstreman, a to je da je za zemlju koja ne zna što hoće bolje ne imati nezavisnu monetarnu politiku. Ili, s druge strane gledano, ukoliko je zemlja sposobna pravilno voditi vlastitu monetarnu i kreditnu politiku, tada je i pitanje euroizacije sporedno.[1]

Pregled koristi i troškova za službeno euroiziranu zemlju dan je u sljedećoj tablici.

Tablica 2.: Koristi i troškovi službeno euroizirane zemlje

KORISTI	TROŠKOVI
Zaustavljanje inflacije i smanjenje rizika od buduće inflacije	Gubitak seigniorage prihoda - jednokratno i višekratno
Odlučnost zemlje u rješavanju problema	Jednokratni troškovi - konverzija cijena, ostali tehnički troškovi
Eliminacija rizika devalvacije valute i rizika zemlje	Nestanak središnje banke i monetarnog suvereniteta- najznačajniji troškovi
Poboljšana transparentnost gospodarstva	

### **3. MONETARNA POLITIKA I BANKARSTVO U UVJETIMA EUROIZACIJE**

#### **3.1. Ograničenja monetarne politike u uvjetima euroizacije**

Monetarna politika predstavlja dio makroekonomske politike koju provodi središnja banka. Ona je važan i veoma utjecajan činitelj na gospodarstvo neke zemlje. Ono što je u središtu pažnje monetarnih vlasti je očuvanje stabilne, jake i konvertibilne valute, te održavanje razine cijena i deviznog tečaja stabilnim.

Ukoliko se pravilno provodi, monetarna politika je dobar instrument za postizanje makroekonomske stabilnosti. Za provođenje suvremene monetarne politike potrebno je ispuniti neke preduvjete:[2]

1. Postojanje dovoljno razvijenog spektra državnih i vrijednosnih papira, odnosno razvijeno novčano tržište i tržište kapitala.
2. Likvidnost tržišta; te oblike imovine koriste svi subjekti na tržištu za održavanje ravnoteže svoje bilance.
3. Središnja banka se koristi operacijama na otvorenom tržištu kako bi ostvarila utjecaj na rezerve poslovnih banaka. To konkretno znači kupnju i prodaju odgovarajućih vrijednosnih papira, dok se klasično pozajmljivanje od strane središnje banke pokušava maksimalno smanjiti.
4. Središnja banka tim operacijama određuje razinu eskontne stope[3], koja determinira kamatnu stopu na interbankarskom tržištu, a time i sve kratkoročne, pasivne i aktivne kamatne stope.

Promatrajući kreiranje monetarne politike u uvjetima euroizacije, tada se razlikuju dva slučaja: kada je euroizacija u nekoj zemlji neslužbena ili poluslužbena, te kada je euroizacija službena.

Kod neslužbene ili poluslužbene euroizacije pored nacionalne valute u novčanom optjecaju javlja se još jedna (u nekim slučajevima čak i više stranih) valuta. Pritom strane valute obično obavljaju sve funkcije novca. Kao što je već nekoliko puta rečeno, u takvim se uvjetima ne zna



koliko je u stvarnosti strane valute u domaćem sustavu, pa je iznimno teško ili nemoguće odrediti veličinu ukupne monetarne baze. Segment koji otežava točno određivanje su upravo gotovinske transakcije, koje se ne mogu pratiti. Također, u zemljama koje imaju neslužbenu euroizaciju može doći do destabiliziranja potražnje za domaćom valutom. U takvoj situaciji središnjoj banci je onemogućeno koristiti mehanizam deviznog tečaja za provođenje monetarnih ciljeva.

Iz svega navedenog može se zaključiti da se u uvjetima nemogućnosti određivanja ukupne veličine monetarne baze određenog sustava teško može utjecati na njezino kretanje. To otežava provođenje ciljeva monetarne politike i ugrožava makroekonomsku stabilnost države.[2]

S druge strane, zemlje koje pristanu na službenu euroizaciju preuzimanjem strane valute kao službene, preuzimaju i monetarnu politiku te zemlje. Budući da službeno euroizirana zemlja više ne emitira vlastitu valutu, ona nema čime upravljati te je prisiljena odreći se vlastite monetarne politike. Opasnost koja postoji kod službene euroizacije je ta da monetarna politika koja je preuzeta od druge zemlje neće odgovarati trenutnoj situaciji u gospodarstvu euroizirane zemlje. Drukčije rečeno, zemlja koja emitira valutu kreira monetarnu politiku u skladu sa situacijom u svom gospodarstvu, te nema nikakvih obveza prema zemlji koja preuzima njezinu valutu i koristi ju kao službenu.

Upravo iz tog razloga se preuzimanje tuđe, a gubitak vlastite monetarne politike, navodi kao jedan od glavnih argumenata protiv uvođenja službene euroizacije.

### **3.2. Obilježja bankovnih sustava visoko euroiziranih zemalja**

Zdrav i pouzdan bankovni sustav jedan je od preduvjeta za stabilnost financijskog i cjelokupnog gospodarskog sustava. Za to postoje najmanje dva razloga:[2]

1. omogućava svim sudionicima na tržištu plasiranje novčanih viškova u štednju, nudeći različite instrumente štednje;
2. usmjeravajući te novčane viškove onima koji žele posuditi novčana sredstva za financiranje poslovanja, unapređuje ekonomski i investicijski rast.

Što je kvaliteta sektora poslovnih banaka bolja, to je i uspješnost gospodarstva na makroekonomskoj razini značajnija. Drugim riječima, postoji pozitivna međuovisnost između gospodarstva općenito i poslovnih banaka. Krize u bankarskom sektoru dobar su pokazatelj potencijalnih gospodarskih kriza, odnosno, u uvjetima nestabilnog bankarstva niti poslovne banke ne mogu uspješno poslovati.

Govoreći o bankarstvu u uvjetima euroizacije, tada je upravo stabilan bankovni sustav jedan od važnih preduvjeta za uvođenje službene euroizacije.

Zemlja koja zamjenjuje svoju nacionalnu valutu valutom druge zemlje time se odriče svoje središnje banke. To znači da se odriče i institucije za nadzor i kontrolu sektora komercijalnih banaka, te, što je još značajnije, davatelja posljednjeg utočišta za komercijalne banke koje se nađu u teškoćama. S tim u vezi treba još jednom napomenuti da središnje banke zemalja koje emitiraju valutu nemaju nikakve obveze prema euroiziranim zemljama, iako se često susreću s takvim pritiscima. Zbog toga nije rijetkost da donose zakonske propise kojima se od toga ograđuju.

Budući da dolazi do ukidanja središnje banke, već spominjana funkcija nadzora i kontrole povjerava se odjelu ministarstva financija ili pak posebnoj agenciji, koja se osniva isključivo za tu svrhu. No, to i dalje znači da ne postoji institucija koja bi služila kao davatelj posljednjeg utočišta za komercijalne banke u teškoćama. Takve banke sada su prisiljene posuđivati na tržištu od drugih banaka i financijskih institucija.

Međutim, ono što je jedan od razloga uvođenja službene euroizacije je da se osigura stabilna valuta i makroekonomska disciplina. Samim time smanjuje se mogućnost rizičnog ponašanja banaka, odnosno bankara, jer iza njih više nema središnje banke sa svojim rezervama. Kao rezultat svega navedenog, propasti banaka nakon početnih poteškoća su rijetke. Kod početnih poteškoća misli se na probleme s kojima se neke banke susreću, a odnose se na nužnost poslovanja po tržišnim načelima. Ukoliko se propast neke banke i dogodi kasnije ona se ne financira iz proračuna, pa samim time predstavlja i manji teret za porezne obveznike.

Uvođenje službene euroizacije također snižava i troškove poslovanja komercijalnih banaka. Budući da službenoj euroizaciji najčešće prethodi neslužbena ili poluslužbena euroizacija, banke

su u takvim uvjetima već morale organizirati svoje poslovanje tako da su mogle pratiti postojanje paralelnih valuta unutar financijskog sustava.[2] Prelaskom na službenu euroizaciju u sustavu ostaje samo jedna, službena valuta. Bankama su time smanjeni troškovi, a poslovanje postaje jednostavnije i transparentnije.

## **4. EUROIZACIJA U EUROPI**

Procjena tečajnih režima postala je integralna značajka novijih rasprava o reformi međunarodne financijske arhitekture. Konačni je rezultat tog novijeg interesa za tečajne režime to što se znatan dio struke, čini se, preobratio na “hipotezu o iščezavajućem srednjem režimu” jer je zemljama koje su dobro integrirane u svjetska tržišta kapitala ostalo malo prostora za kompromis između fluktuirajućih tečajeva i monetarne unifikacije, ako ga je uopće ostalo.

Literatura o optimalnim valutnim područjima naglašava da je politička neovisnost presudna kad se zemlje suočavaju s karakterističnim poremećajima koji se ponavljaju. Države članice Europske monetarne unije pokazuju znatnu asimetriju u tempiranju faza poslovnih ciklusa i izloženost egzogenim šokovima[3].

### **4.1. Monetarna unija i financijska liberalizacija EU**

Članicama EU bilo bi bolje kad bi zadržale sposobnost provođenja monetarne i tečajne politike. Kao posljedica toga važno empirijsko pitanje jest je li Europa regija u kojoj prevladavaju šokovi specifični za pojedine zemlje ili ti šokovi na sličan način pogađaju sve te zemlje. Euroizacija je razmjerno rijetka pojava. Ipak, posljednjih godina privlači mnogo pozornosti, što se može dokazati sve većim brojem studija koje obrađuju taj problem te sve većim brojem zemalja koje se kreću u tom smjeru. U ovom se radu razmatraju prednosti i nedostaci euroizacije, ne samo s teorijskog stajališta nego i na osnovi iskustva drugih zemalja. Nedvojben je zaključak da euroizacija nije instrument monetarne politike koji bi se mogao preporučiti Hrvatskoj[4].

Većina međunarodnih sporazuma o integraciji temelji se na očekivanjima da će otvaranje nacionalnih financijskih tržišta i oblikovanje nads nacionalnog tržišta, kao što je na primjer tržište Europske unije, doprinijeti većoj konkurenciji među financijskim posrednicima i preko toga do pada cijena financijskih usluga. Koliko će proći vremena dok se ne uspostavi nova tržišna struktura nije poznato, a i teško je vjerovati da će radi izgradnje "zajedništva" nestati nacionalna financijska tržišta[5].

Time su otvorena brojna financijska pitanja u sve optimalnog financijskog tržišta, povezana sa pitanjima ekonomske i monetarne suverenosti. Pitanje monetarne suverenosti u hrvatskim se prilikama uglavnom promatra s aspekta jedinstvene valute. Jedinstvena valuta ima veliki utjecaj na financijske oblike što zahtijeva od poslovnih banaka promjene koje utječu na njihov prihode, troškove, rizik, ali i na pravnu i ekonomsku regulativu u nacionalnom monetarnom sustavu. Činjenica ne iznenađuje jer ulaskom u monetarnu uniju povećava se konkurencija među bankama i moći će se održati samo one koje ponude najbolji tijek konsolidacije svog poslovanja osobito onog deviznog. Europska monetarna unija (EMU) podrazumijeva gubitak politike deviznog tečaja kao jednog od instrumenata ekonomske politike kod uravnoteživanja u ekonomiji, ali i dobitak na strani ponude kredita na boljem i likvidnijem financijskom tržištu unutar kojeg investitori imaju bolje uvjete za financiranje investicijskih projekata[4].

U tom smislu mogu se objasniti kretanja preuzimanja i povezivanja banaka, pri čemu monetarna integracija može biti uspostavljena na različite načine, pa se i monetarna suverenost države može različito koncipirati. Između potpune nacionalne monetarne suverenosti tijekom koje domaći monetarni sustav emitira svoju valutu i samostalno određuje smjernice monetarne politike sukladne realnim kretanjima gospodarstva, sve do različitih oblika monetarne integracije - primjerice europske ekonomske i monetarne integracije u kojoj države nepovratno prenose dio svog nacionalnog suvereniteta na jednu novostvorenu i supranacionalnu ekonomski integriranu zajednicu, mogući su različiti modeli[6].

Ekonomska integracija postavlja pitanje izbora između monetarne neovisnosti i pojedinog oblika tečajnog režima. Priklanjanje jednom od mogućih modela monetarne suverenosti zahtijeva primjereno oblikovanje i vođenje monetarne i devizne politike koje će jednako vrijedno ostvariti nacionalni gospodarski rast i približavanje političkim ciljevima države. Republika Hrvatska nastoji postići gospodarske ciljeve preko ekonomske integracije i uz instrumentalno vodstvo jednoobrazne monetarne politike. Unatoč tome što u EMU nije moguće birati model monetarne integracije ipak smatramo vrijednim razložiti navedene modele monetarne suverenosti između kojih postoji niz različitih oblika monetarnih organizacija i aranžmana sa stupnjevanim utjecajem

na monetarnu suverenost države. Vezana uz ove činjenice stoje i pitanja neovisnosti središnje banke[4].

No, postoje rasprave u kojima se ne smatra nužnim neovisnost središnje banke, već njena odgovornost u postizanju postavljenih ciljeva i odgovorno tumačenje vlastite politike zakonodavnom tijelu i javnosti, pri čemu se ima u vidu povezanost monetarne i fiskalne politike ali i povezanost neovisnosti središnje banke s makroekonomskim varijablama i pravnim i ekonomskim uređenjem[5].

Treba nešto reći i o ekonomskoj integraciji i monetarnoj suverenosti. U suvremenoj ekonomiji izražavanje financijskih transakcija i financijskih tokova teži glavnim svjetskim valutama čime se promiče homogenizacija financijskih tržišta i intenzivira priklanjanje brojnih država određenom valutnom području posredstvom različitih modela ograničene monetarne suverenosti. Povijest monetarne teorije poznaje brojne pokušaje ujednačavanja svjetskog valutnog krajobraza, no takvi pokušaji ostajali su na razini idejnih procesa.

Monetarna unija je područje bez ograničenja plaćanja unutar kojega su odnosi razmjene između različitih vrsta novca (devizni tečajevi) fiksni. Moguće je da je takva unija unilateralna, tj. bez sporazuma među državama (neformalna unija) kao što je bila unija između Austrije, Nizozemske i Njemačke. Moguća je i formalna unija (Latinska monetarna unija, Skandinavska monetarna unija) utemeljena na sporazumu među državama koja se u praksi različito oblikuje (samo jedan novac - single currency tzv. currency or full monetary union, full-fledged monetary union, or common currency area; uz nacionalni novac je i zajednički novac unije)[6].

EMU je unija s jednim zajedničkim novcem pa se radi o tzv. currency union s potpuno otvorenim ekonomijama. Monetarna područja karakterizira povezanost država glede ujednačavanja sustava kontrole deviznih tečajeva, u smislu da će se ta kontrola prema ostalim državama članicama zajedničkog monetarnog područja liberalnije izvršavati. U pojedinim slučajevima može doći do objedinjavanja međunarodnih pričuva ili rezervi zlata u zajednički fond (pool). Primjeri ovog monetarnog oblika poznati monetarnoj teoriji su "sterling" područje i područje "francuskog franka". "Sterling" područje postojalo je unutar razdoblja od 1947. do

1972. godine, nije se temeljilo na zasebnom sporazumnom aranžmanu obuhvaćenih država i teritorija koji su tijekom njegova postojanja i dalje zadržavali svoju monetarnu neovisnost uz istovremeni paritet prema sterling funti pomoću politike deviznih tečajeva i Međunarodnog monetarnog prava[5].

Iako bez čvrste institucionalne organiziranosti ovo je područje bilo homogeno i temeljilo se većinom na financijskim, trgovačkim i povijesnim vezama obuhvaćenih država. Unatoč neformalnim korijenima "sterling" područja, protekom vremena javila se potreba za pravnim formaliziranjem međusobnih odnosa. Devalvacijom britanske funte 1967. godine uslijedio je financijski šok za države unutar ovog monetarnog aranžmana, ne samo u smislu kupovne moći prema američkom dolaru već i u smislu obezvrjeđivanja njihovih vlastitih valuta. Kraj ovog monetarnog uređenja označen je nizom formalnih sporazuma koje je Ujedinjeno Kraljevstvo sklopilo s državama obuhvaćenim ovim aranžmanom kojima je jamčilo održavanje dolarske vrijednosti za 90% njihovih službenih sterling rezervi, dok su se države zauzvrat obvezale zadržati ugovoreni udjel svojih rezervi u sterlingu[4].

Pravnim tumačenjem zaključuje se kako se Ujedinjeno Kraljevstvo obvezalo održati sterling vrijednost naznačenih pričuva i u slučaju nepredviđene devalvacije američkog dolara. Područje "francuskog franka" bilo je striktnije organizirano u usporedbi sa "sterling" područjem. Područje je obuhvaćalo Francusku te države članice Zapadnoafričke i Srednjeafričke monetarne unije. Pravni temelj ovog područja nalazimo u bilateralnim sporazumima poput onog između Francuske i Zapadno afričke monetarne unije sklopljenog 12. svibnja 1962. godine. Francuska je jamčila državama članicama ovih monetarnih unija konvertibilnost njihove valute u francuski franak[7].

Ulaskom Francuske u Europsku monetarnu uniju javila se potreba za pravnim i ekonomskim definiranjem uvjeta konvertibilnosti ovih zajedničke valute navedenih monetarnih unija u euro, što je svakako predstavljalo izazov za euro zonu i njenu politiku stabilnosti cijena. No, tumačenjem Vijeća Europske unije da se pitanje konvertibilnosti CFA franka (Communauté Financière Africaine) odnosi na jamstvo dano od strane same Republike, a ne francuske središnje

banke i da je to ujedno pitanje fiskalne politike, omogućilo je Francuskoj daljnje održavanje takvog monetarnog aranžmana s afričkim državama bez obzira na njeno priključenje euro zoni.

Francuska je ujedno službeno izjavila kako izloženi monetarni aranžman ne predstavlja veći financijski izazov za njenu ekonomiju te da sukladno tome neće predstavljati problem u zajedničkom očuvanju stabilnosti cijena. Vijeće Europske unije uvažilo je izjavu uz uvjet nadzora stanja unutar područja francuskog franka i uvjet potrebnog prethodnog odobrenja Vijeća u slučaju amandmana na temeljne pravne akte predmetnog monetarnog područja. Monetarni sporazumi su ugovori, odnosno drugi pravni akti koji uređuju isključivo monetarnu materiju, bez potrebe stvaranja posebne institucije u tu svrhu, a imaju primarno političko odnosno tehničko obilježje. Sporazumi političkog karaktera većinom se temelje na stabilizaciji politike deviznih tečajeva i sanaciji ekonomskih šteta izazvanih njihovom fluktuacijom[6].

Primjer ovakvog monetarnog sporazuma je Deklaracija kojom se u razdoblju između 1933. i 1936. godine uspostavio tzv. zlatni blok između Francuske, Belgije, Italije, Nizozemske, Švicarske i Poljske kojim su ove države potvrdile svoje namjere održanja zlatnog standarda unutar postojećeg pariteta sa zlatom i postojećeg okvira monetarnih propisa. Sporazumi ove prirode većinom su uspješni u stvaranju plana za predstojeću političku aktivnost u postizanju određene svrhe, pri čemu ne stvaraju pravne obveze u smislu primjenjivih smjernica.

## **4.2. Eurizacija u Europskoj Uniji**

Trend približavanja valuta država jednom od stabilnijih novčanih područja, odnosno jednoj od konvertibilnih i postojećih svjetskih valuta, intenzivira se posljednjih desetljeća različitim oblicima ekonomskog integriranja. No, ne može se tvrditi kako takva pojava predstavlja novost za monetarnu teoriju obzirom na primjer sustava bimetalizma i prakse paralelne valute, s ravnopravnim optjecajem zlata i srebra, a kasnije i praksa tzv. dvojne valute kada je odnos između srebrnog i zlatnog novca bio zakonski utvrđen. Suvremeni monetarni fenomen i redefiniranje pravnog pojma novca, povećanjem transakcija putem depozitnog, nematerijalnog novca zahtijevaju novo gledište na izloženu problematiku povezivanja nacionalnih valuta. Praksa



brojnih tranzicijskih država ukazuje na optjecaj nekoliko valuta istovremeno – domaće, nacionalne valute i neke od stabilnih svjetskih valuta poput američkog dolara ili češke eura.

Korištenje strane valute u nekoj državi naziva se dolarizacijom. U slučaju tranzicijskih država koje su aspirirale članstvu u Europskoj uniji, kao i u Republici Hrvatskoj, primjerenije je koristiti naziv euroizacija. Definicija euroizacije kaže kako ovaj pojam označava supstituciju nacionalne valute države s nekom stranom valutom ili upotrebu strane valute kao alternativu vlastitoj valuti. Ovaj monetarni model dugo je bio na snazi u Lihtenštajnu gdje švicarski franak cirkulira kao jedina valuta, sukladno Statutu od 20. lipnja 1924. godine kojim je preuzeta švicarska valuta i Monetarnom ugovoru od 19. lipnja 1980. godine. Ovaj je Ugovor zaključen bez namjere zadiranja u monetarnu suverenost Lihtenštajna, iako je Lihtenštajn službeno priznao jurisdikciju i nadležnost švicarske središnje banke nad svojim monetarnim sustavom.

Dolarizacijom/euroizacijom nisu zahvaćene samo države europskog područja, primjerice Ekvador je preuzeo američki dolar kao svoju valutu nakon procesa dolarizacije kojem su prethodile tri faze zamjene: prvo depozitnog novca i denominacije poslovnih transakcija iz domaće valute – sucre u američki dolar, zatim službeno proglašenje dolarizacije od strane državne vlasti uz vezivanje tečaja domaće valute te napokon donošenje odgovarajućeg zakona ("Economic Transformation Law") kojim je postavljen pravni okvir novog monetarnog aranžmana.[8]

Primjer Argentine, koja je uspostavom valutnog odbora, slijedom donesenog Zakona o konvertibilnosti (Convertibility Law) 1991. godine pokušala stabilizirati financijska kretanja u zemlji, ne ukazuje na prednosti ovog monetarnog sustava. Argentina je pod upravljanjem neovisne središnje banke vezala domaću valutu (argentinski peso) za američki dolar prema paritetu 1:1. Državljanima su na ovaj način mogli koristiti stranu valutu, dok je središnja banka jamčila isplatu rezervne valute za domaći peso prema fiksnom tečaju. Kako bi jamčila za održivost ovakve konvertibilnosti, središnja je banka pokriće za svoju monetarnu bazu morala imati u sredstvima denominiranim u američkim dolarima ili drugoj konvertibilnoj valuti.

Slijedom međunarodne financijske krize 2002. godine Argentina je morala staviti izvan snage svoj Zakon o konvertibilnosti čime je navedeni sustav pariteta lokalne i strane valute prestao važiti, a imatelji domaće valute ostali su bez mogućnosti zamjene sada nezdrave i nestabilne valute za rezervni američki dolar u vlasništvu središnje banke. Razmatranje o valutnom odboru ne bi bilo potpuno bez analize geografski bliskog primjera Bosne i Hercegovine. Mirovnim sporazumom u Daytonu postignut je dogovor o uspostavi monetarnog sustava temeljenog na valutnom odboru. Aneks 4. na Daytonski sporazum sadrži odredbe Ustava Bosne i Hercegovine, a članak VII. stavak 1. Ustava izrijekom je ustvrdio kako u vremenskom razdoblju od šest godina po njegovom stupanju na snagu bosanskohercegovačka središnja banka može kreirati novac isključivo u smislu valutnog odbora.[1]

Ovakav položaj središnje banke potvrđen je i Zakonom o središnjoj banci iz 1997. godine koji u članku 2.1 utvrđuje kako je "cilj središnje banke postizanje i održanje stabilnosti domaće valute njenim emitiranjem sukladno pravilima valutnih odbora." Izloženim primjerima nisu iscrpljeni svi suvremeni modeli valutnih odbora – nisu izloženi primjeri Bugarske, Estonije, Latvije i Litve. U ovim primjerima države su pokušale ostvariti stabilnost valute koristeći prednosti fiksnih tečajeva bez uvođenja sustava tečajne kontrole. Vezivanje domaće valute uz neku rezervnu, stranu valutu ne mora nužno značiti fiksni peg. Postoji niz varijanti ovog sustava – peg je utvrđen propisom te je stoga i čvrsto fiksiran "puzajući peg" (crawling peg) u kojem domaća valuta slobodno deprecira u odnosu na rezervnu valutu kroz određeno vrijeme, vezivanjem uz "košaricu" valuta i niz drugih varijanti.[8]

Može se zaključiti kako model fiksnih deviznih tečajeva može varirati od onog pravno obvezujućeg, koji domaću valutu prema fiksiranom tečaju vezuje uz neku rezervnu valutu, do relativno fleksibilnih tečajnih režima koji valuti dopuštaju određeni stupanj.

### **4.3.Eurizacija u tranzicijskim zemljama**

Financijska liberalizacija donosi niz prednosti, ali i zamke koje mogu ugroziti održiv ekonomski rast i razvoj zemlje. Prihvaćajući model neoliberalizma zemlje se odriču mogućnosti korištenja

ekonomskih politika za poticanje ekonomskog napretka i povećanja blagostanja domicilnog stanovništva. Iako bi sloboda kretanja i ostvarivanja profita privatnog kapitala po definiciji trebala pridonositi većoj efikasnosti ukupne ekonomije, potpuna interna i eksterna liberalizacija mogu postati uzrok devijantnih pojava, jer interesi privatnog kapitala mogu biti protivni interesima nacionalnog gospodarstva.[9]

Današnja svjetska ekonomija je daleko od slobode i savršenog mehanizma djelovanja tržišta, a moglo bi se reći da se nalazi na svojevrsnom raskrižju između:

- putova koji vode većoj liberalizaciji,
- putova koji vode većoj ulozi države u usmjeravanju nacionalnog gospodarstva (državni kapitalizam),
- ekstremnih putova koji vode uvođenju različitih oblika restrikcija na tokove roba, novca i kapitala[1]

Za manje razvijene i tranzicijske zemlje, eksterna financijska liberalizacija omogućuje postojanje uvezenog intervencionizma (moć ima onaj tko ima novac) jer uvezen kapital određuje dinamiku i putove razvoja gospodarstva zemlje primatelja kapitala. U takvom okruženju može se razviti atipičan modela privređivanja, kakav postoji u Hrvatskoj, gdje potrošnja, uvoz i trgovina predstavljaju glavne ekonomske aktivnosti, dok u isto vrijeme ne postoji niti interes ekonomskih politika, niti dovoljna inicijativa domaćeg i inozemnog privatnog kapitala da se okolnosti promjene, kako bi investicije, domaća proizvodnja i izvoz postali generatori održivog ekonomskog rasta i razvoja.

Prije dvadesetak i više godina intenzivirani su različiti procesi liberalizacije kojima je bio cilj smanjiti djelovanje “vidljive ruke” nacionalnih ekonomskih politika, regulativa i restrikcija s jedne strane te omogućiti slobodno djelovanje tržišta na nacionalnoj i međunarodnoj razini, s druge strane. Kao popratne pojave procesa globalizacije, liberalizacija nacionalnih financijskih sustava, sloboda međunarodnih tokova kapitala te internacionalizacija poslovanja banaka i poduzeća trebale su doprinijeti većoj efikasnosti svjetske ekonomije i financijskih tržišta. Uz sveopće prihvaćanje neo-liberalizma kao glavnog pravca razvoja ekonomske teorije u razvijenim i nerazvijenim zemljama svijeta, kao i ekonomsko-političke procese tranzicije bivših

socijalističkih/komunističkih država u tržišne privrede, zabilježena je značajna promjena međunarodne ekonomske i financijske arhitekture, a koja se je odrazila na eksterne i interne uvjeta privređivanja u svim zemljama pa tako i u Hrvatskoj.[1] Na početku izgradnje kapitalizma, Hrvatska je prolazila ili još uvijek prolazi kroz 'sito i rešeto' procesa izgradnje tržišta, privatizacije i tranzicije.

#### **4.4.Interna i eksterna liberalizacija Europske unije**

Fenomen financijske liberalizacije povezan je uz promjene u zakonskoj regulativi i financijskoj praksi u smislu veće otvorenosti zemlje prema međunarodnim tokovima novca i kapitala te u smislu različitih procesa deregulacije nacionalnog financijskog sustava, koji imaju za cilj povećati efikasnost i slobodno djelovanje financijskog tržišta. S tim u svezi može se razlikovati eksterna i interna financijska liberalizacija. Interna financijska liberalizacija povezana je uz uklanjanje instrumenata administrativne kontrole kamatnjaka, odnosno prepuštanje kamatnjaka slobodnom djelovanju tržišta, iako i u tom slučaju njihovo kretanje nije posve slobodno jer središnja banka može putem promjena diskontne stope (ili njene inačice u praktičnoj provedbi monetarne politike) i drugim instrumentima djelovati na viškove likvidnosti banaka, a time i na promjene kratkoročnih kamatnih stopa i/ili inflacijskih očekivanja.[9]

Druga važna mjera interne financijske liberalizacije je napuštanje modela nacionalnih razvojnih banka i općenito banaka u državnom vlasništvu, kako država ne bi koristila svoju specifičnu poziciju u usmjeravanju alokacije financijskih sredstava u projekte od posebnog interesa, a posebice ako to dovodi do gomilanja loših plasmana banaka jer se sredstva alociraju u ekonomski neefikasne projekte. U praktičnom smislu to je povezano uz privatizacijske procese kroz koje se jača uloga banaka u vlasništvu privatnog kapitala te napušta model selektivnih alokacija kredita npr. u korist poljoprivrede, malih i srednjih poduzeća i sl. Radi izbjegavanja uplitanja države u slobodno djelovanje financijskog tržišta, kako i zbog izbjegavanja monetizacije budžetskog deficita, interna financijska liberalizacija povezana je uz zahtjev za

ekonomskom i političkom neovisnošću nacionalne središnje banke, čime se želi spriječiti korištenje monetarne politike kao produžene ruke države.[10]

Neovisnost središnje banke postiže se kroz zakonsku zabranu kreditiranja države iz primarne emisije, uključujući i zabranu kupovine državnih vrijednosnica od strane središnje banke na primarnom tržištu. Dodatno, ona se očituje u slobodi vođenja monetarne politike u skladu s zakonski utvrđenim ciljem/ciljevima, kao i slobodu središnje banke da sama odlučuje o vlastitim ciljevima i načinima njihova postizanja (pri tome ti ciljevi ne moraju biti u suglasju s općim makroekonomskim ciljevima vlade). Pod utjecajem dominacije neoliberalne teorije i stava o dugoročnoj) neutralnosti novca, monetarna politika u potpunosti gubi ulogu razvojne politike, a očuvanje (srednjoročne) stabilnost cijena postaje njen temeljni cilj.

Sljedeći važan faktor interne financijske liberalizacije je jačanje uloge tržišta kapitala, a posebice tržišta dionica kao alternative dužničkom financiranju poduzeća, odnosno s aspekta novčano suficitarnih subjekata kao alternative držanju klasične štednje u bankama. Interna financijska liberalizacija povezana je uz jačanje sektora nebankovnih financijskih posrednika, nestajanje oštrog razgraničenja između segmenata komercijalnog i investicijskog bankarstva, kao i slobodu uključivanja banaka u poslove tipične za nebankovne financijske institucije, uključujući i vlasničke interese nad društvima za osiguranje, investicijskim i mirovinskim fondovima itd.[9]

Kratkoročne i dugoročne vrijednosnice time preuzimaju sve veću važnost u financijskom sustavu, a što dovodi do promjena i u politikama plasmana banaka, u smislu da banke sve više ulažu u profitabilnije i rizičnije financijske instrumente čija se vrijednost dnevno formira na slobodnom tržištu. Dodatno u konkurentnom okruženju, koje dovodi u pitanje formiranje profita banaka, dolazi do napuštanja zlatnog bankarskog pravila ročne usklađenosti imovine i obveza pa banke (posebice velike) sve veći dio kratkoročnih izvora sredstava koriste za odobravanje srednjoročnih i dugoročnih kredita. Eksterna financijska liberalizacija vezana je uz promjene u zakonskoj regulativi kojima se (najčešće postupno) liberaliziraju transakcije po kapitalnom računu bilance plaćanja.[11]

Ona može uključivati sve ili samo neke od sloboda međugranične mobilnosti novca i kapitala, kao što su:

- sloboda nerezidenata da ulažu u domaću financijsku imovinu (dužničke i vlasničke instrumente),
- slobodu rezidenata da drže i trguju inozemnom financijskom imovinom,
- slobodu rezidenata da drže i trguju devizama na domaćem tržištu[10]

Eksterna financijska liberalizacija javlja se kao simultana posljedica ukidanja carinskih i necarinskih barijera međunarodnih tokova roba i usluga te postojanja neravnoteže na tekućem računu bilance plaćanja. Deficit u vanjskotrgovinskoj razmjeni zemlje kompenziraju suficitom na kapitalnom računu bilance plaćanja, odnosno suficit u vanjskotrgovinskoj razmjeni kompenziraju neto izvozom kapitala. U oba slučaja radi se o transakcijama koje djeluju na razini deviznih rezervi zemlje i devizni tečaj pa interes zemalja za legalizacijom međunarodne mobilnosti novca i kapitala primarno ovisiti o poziciji zemlje kao neto-izvoznika (neto-uvoznika) roba i usluga, ali može biti i posljedica opće prihvaćenih ili nametnutih uvjeta u različitim procesima ekonomske i monetarne integracije.

Gledano kroz povijest razvijenih industrijskih zemalja, eksterna financijska liberalizacija aktualna je od kraja 19. stoljeća i početka 20. stoljeća, a posebnu dimenziju dobiva nakon sloma Bretton-Woodskog sustava i prelaska na različite režime fleksibilnog deviznog tečaja. Tijekom 70-ih i 80-ih godina prošlog stoljeća razvijene zemlje su bitno ublažile kontrole i restrikcije međugraničnih priljeva i odljeva novca i kapitala, dok je tijekom 80-ih i 90-ih taj proces uznapredovao u praksi zemalja u razvoju. Nakon pada Berlinskog zida započet je proces tranzicije bivših socijalističkih/komunističkih država, a u okviru kojega je prelazak na tržišnu ekonomiju uključio i provođenje interne financijske liberalizacije te postupno ukidanje restrikcija međugraničnog priljeva i odljeva novca i kapitala.[11]

Tome su tijekom 90-ih godina pridonosili savjeti i zahtjevi MMF-a, Svjetske banke, EBRD-a, WTO-a i drugih međunarodnih institucija koje su se direktno ili indirektno uključile u odvijanje procesa tranzicije i restrukturiranja, ili je bila zatražena njihova pomoć u rješavanju neravnoteže u bilanci plaćanja i provedbi stabilizacijskih programa. Hrvatskoj je službeno provedbu postupne

liberalizacije kapitalnog računa bilance plaćanja započela potpisivanjem financijskih aranžmana s MMF-om početkom 1997. godine, iako su parcijalni oblici liberalizacije kapitalnih transakcija Hrvatske s inozemstvom započeti već 1996. godine, dok je zbog postojanja euroizacije depozita i euroizacije kredita specifična forma liberalizacije postojala već od samog početka monetarnog i ekonomskog osamostaljenja.[12]

Postupnim smanjivanjem i ukidanjem restrikcija, a danas i potpunom liberalizacijom transakcija po kapitalnom računu bilance plaćanja, bivše tranzicijske zemlje dobile su pristup inozemnim izvorima financiranja kao mogućnosti za poticanje bržeg ekonomskog rasta te povećanja efikasnosti domaćih financijskih tržišta. Međutim, te zemlje su istodobno postale i više osjetljive na unutarnje i vanjske šokove koji mogu biti rezultat promjena smjera kretanja ili raspoloživog obujma međugraničnih tokova.

Rast BDP-a, zaposlenosti, nominalnih plaća i potrošnje stanovništva u SAD-u i drugim razvijenim zemljama, potpomognuti ekspanzivnim kreditnim politikama banaka blagonaklono orijentiranim odobravanju potrošačkih i stambenih kredita na domaćem tržištu, kao i sve veće širenje i izlazak banaka na tržišta zemalja u razvoju, stvorili su zatvoreni krug u kojem su, do izbijanja krize 2007. godine, potrošnja stanovništva, trgovina, financijsko posredovanje i investicije u stanogradnji postale glavni generator ekonomskog rasta. U isto vrijeme proizvodnja je iz SAD-a i drugih razvijenih zemalja preusmjerena u zemlje tržišta u nastajanju, odnosno tamo gdje je rad jeftiniji, a produktivnost veća. Uz takav, za razvijene zemlje neodrživ model privređivanja, značajno su povećane vanjske neravnoteže vidljive u parcijalnim računima bilanca plaćanja zemalja uključenih u međunarodne tokove roba, novca i kapitala.[11]

Zemlje s visokom produktivnošću rada i velikim potencijalima rasta (odnosno potencijalima za ostvarivanje profita u interesu međunarodnog privatnog kapitala) gomilaju sve veći suficit u vanjskotrgovinskoj razmjeni, dok su druge poput SAD-a (ali i male otvorene Hrvatske) opterećene rastom vanjskotrgovinskog deficita. Tako smo došli do naizgled paradoksalnog stanja u kojem Kina kao velika komunistička država već godinama predstavlja glavnog inozemnog financijera SAD-a kao najmoćnijeg predstavnika suvremenog kapitalizma i tradicionalnog pokrovitelja ideja financijske liberalizacije. U isto vrijeme postoje neizvjesni scenariji

budućnosti Kine u okolnostima ako ona prihvati režim fluktuirajućeg deviznog tečaja i potpuno se eksterno liberalizira, jer tada ona može postati krajnji neto-dužnik i zabilježiti različite scenarije nestabilnosti domaće valute i financijskog bujanja.[2]

Specifičan problem financijske liberalizacije predstavlja usvajanje teorijska pretpostavke o egzogenosti ponude novca te pretpostavke o nepostojanju (ili nebitnom značaju) špekulativne potražnje za novcem. U praktičnom smislu obje se pretpostavke pokazuju netočnima. Financijske inovacije, povezane uz razvoj i internu liberalizaciju financijskog sustava, omogućile su postojanje različitih oblika quasi novca i novčanih surogata, a koji nisu pod kontrolom središnje banke i/ili nisu uključeni u službenu mjeru ponude novca M1 ili šire monetarne agregate M2 i M3.

U zemljama neto-primateljima inozemnog kapitala, kao i visoko euroiziranim gospodarstvima, eksterna financijska liberalizacija je povećala važnost deviznih transakcija kao kanala emisije primarnog novca i novčane mase. Zaduživanje na inozemnim financijskim tržištima (posebice u razdoblju obilja globalne likvidnosti, 2003. - 2006.) postalo je vrlo značajan izvor povećanja likvidnosti i kreditnog potencijala banaka pa banke danas karakterizira daleko veći stupanj korištenja financijske poluge nego što je to bio slučaj prije dvadesetak godina. Sklonosti banaka ka većoj ili manjoj ekspanziji kredita, a time i mogućnosti povećanja ponude novca, stoga su sve manje pod utjecajem monetarne politike nacionalne središnje banke, a sve više pod utjecajem općeg stanja globalne likvidnosti i globalnih ekonomskih očekivanja. Dodatno, usporedno s širenjem prakse financijske liberalizacije smanjene su stope obvezne pričuve banka, a time i važnost obvezne pričuve.[2]



## **5.EUROIZACIJA U HRVATSKOJ**

Hrvatska će se riješiti euroizacije tek nakon što uvede euro, ustvrdio je viceguverner Hrvatske narodne banke Tomislav Presečan.[13]

Hrvatska će biti spremna preuzeti sve Maastrichtske kriterije kada dođe vrijeme ulaska u euro zonu. Ekonomija u Hrvatskoj je najeuroiziranija od svih novih članica Unije i današnjih kandidata. Bankovnim sustavom dominiraju banke čija su sjedišta unutar euro zone, a hrvatski je bankovni sustav najrazvijeniji od svih u tranzicijskim zemljama. Riječ je o činjenicama koje se ne mogu zanemariti, a poradi njih će hrvatsko priključivanje euru biti relativno jednostavan proces.[14]

### **5.1.Gospodarsko okruženje i euroizacija u Hrvatskoj**

Mnogi stručnjaci u posljednje vrijeme pitaju se sljedeća pitanja:

- je li pametno imati relativno blisku vezu između kune i eura ili bi Hrvatska trebala ići putem nešto riskantnije monetarne politike koja bi dopustila signifikantnu deprecijaciju u razdoblju od 2-3 godine,
- kako riješiti problem visoke euroizacije u financijskom sustavu Hrvatske,
- je li možda bolje ostaviti stvari kako jesu te kompetitivnost podizati na neke druge načine.[1]

Euroizacija je bila greška jer je onemogućila Hrvatskoj da riješi neke probleme kroz devalvaciju ili je napravila devalvaciju vrlo teškom. Legalno sredstvo plaćanja ekskluzivno bi trebala biti hrvatska kuna. Vodeći računa o starijim odlukama, još nije jasno kako je najbolje izaći iz ovih poteškoća. Ako se analiziraju opcije za smanjenje ovih problema i kod svih opcija brižno razmatramo mogući utjecaj na zaposlenost i socijalno stanje građana. U ovom trenutku RH nije finalizirala bilo kakav prijedlog za specifične mjere.[15]

Kada je riječ o stabilnosti domaće valute, prema zadanim kriterijima ona treba biti najmanje dvije godine osigurana, što u slučaju hrvatske kune nije sporno. Istovremeno, inflacija bi trebala

biti dva puta veća od prosjeka EU. Također, dva posto kamatne stope mogu biti veće od prosjeka EU. Međutim, RH ima dva negativna makroekonomska pokazatelja: nezaposlenost i vanjskotrgovinski deficit. Nezaposlenost ne smije biti veća od deset posto, a drugi problem je vanjskotrgovinski deficit. Zakonom o platnim transakcijama hrvatska kuna je jedino sredstvo plaćanja u RH, da istovremeno u našoj zemlji nije zabranjen promet eurima, ali i kako nije dozvoljeno unilateralno uvođenje eura kao zakonskog sredstva plaćanja.

Iako je HNB-u, kao monetarnoj instituciji izlazna strategija euroizacija, prema tvrdnjama guvernera, u RH još nije vrijeme za to. Neupitna je stabilnost domaće valute. Sve naše devizne rezerve su u eurima i imamo potpunu pokrivenost monetarne pasive, tj. domaće valute u čvrstoj valuti. Čak i činjenica da imamo 800 milijuna slobodnih deviznih rezervi jasno govori da je neupitno pokriće i stabilnost domaće valute.[16]

Nositelji makroekonomske politike u Hrvatskoj moraju odlučiti žele li i u budućnosti prihvaćati izrazito visok stupanj kreditne euroizacije u zemlji te ograničavati s njim povezan valutno inducirani kreditni rizik stabilizacijom nominalnog tečaja i dodatnim kapitalnim pričuvama banaka ili žele poduzeti aktivne mjere usmjerene smanjivanju kreditne euroizacije u zemlji. Analiza uzroka visokog stupnja kreditne euroizacije prvi je korak odabiru potencijalno najučinkovitijih mjera za njezino smanjivanje. U ovom dijelu radu analizira se evolucija kreditne euroizacije u Hrvatskoj od 1995. do početka 2010. godine, kako bi se identificirali njezini mogući uzroci.[17]

Na osnovi provedene analize i pregleda novije literature raspravlja se i o mogućim mjerama za poticanje kreditne deeuroizacije u zemlji. Nasuprot uvriježenom mišljenju, ne zaključuje se da je glavni uzrok visokog stupnja kreditne euroizacije u zemlji duboka ukorijenjenost depozitne euroizacije u sprezi sa zakonskom obvezom banaka da ograničavaju svoju izloženost izravnom valutnom riziku kontinuiranim usklađivanjem valutne strukture svojih obveza i imovine.[18]

Naprotiv, uzroke visokog stupnja kreditne euroizacije, barem u razdoblju nakon 2003.godine, valja tražiti u dubokoj ukorijenjenosti same kreditne euroizacije zbog povijesnih političko-ekonomskih činitelja, a visok stupanj depozitne euroizacije odraz je potrebe banaka da zadovolje logičnu zakonsku obvezu da usklađuju valutnu strukturu svojih obveza i imovine. Analiza ne

isključuje mogućnost da je utjecaj globalne financijske i gospodarske krize prekinuo višegodišnji trend smanjivanja kreditne i depozitne euroizacije, koji bi se u suprotnom nastavio.[1]

Analizirane su i konkretne mjere središnje banke u posljednjih sedam godina kako bi se utvrdilo koje su od tih mjera pridonijele djelomičnoj deeuroizaciji od 2006. do 2007. godine. Na osnovi te analize, a u slučaju da se nositelji ekonomske politike odluče za pristup aktivnog poticanja deeuroizacije te pretpostavljajući zadržavanje postojećeg okvira monetarne politike i regulative financijskog sektora, preporuka glasi da se u nizu mjera koje se navode u ekonomskoj literaturi naglasak stavi na sljedeće:

- da se javni sektor više zadužuje u domaćoj valuti, po mogućnosti češće, u manjim iznosima, i sa što je moguće raznolikijim rokovima dospijeca, kako bi se uspostavila referentna krivulja prinosa za domaću valutu
- da se uvede namet na kamate koje se plaćaju na nekunske kredite, kako bi se potaknula postupna supstitucija devizno nominiranih kredita kunkskim kreditima
- da se primijene različite stope obvezne pričuve ili remuneracije na kunske i na nekunske depozite kako bi se potaknula depozitna deeuroizacija.[19]

Pri oblikovanju i primjeni tih mjera trebalo bi posebno paziti na to da se ograniče njihove moguće nuspojave, a tome može pomoći iskustvo koje je središnja banka stekla u provedbi monetarnih i bonitetnih mjera u prošlom desetljeću.[8]

Hrvatska će se riješiti euroizacije tek nakon što uvede euro, zaključio je viceguverner Hrvatske narodne banke (HNB) Tomislav Presečan u predavanju na šestom skupu održanom u spomen na dr. Antu Čičin-Šaina, prvog guvernera samostalnog HNB-a i prvog veleposlanika Hrvatske u Irskoj. Činjenicu da su Hrvati ponosni na stabilnu kunu, ali unatoč tome štede u eurima Presečan je objasnio negativnim iskustvima iz bivše države, u kojoj su ljudi gubili svoju životnu uštedevinu, strana valuta im je oduzimana radi viših društvenih interesa, a inflacija je bila ugrađena u fundamente ekonomskog sistema.

Prema njegovom mišljenju, obrazac dosadašnjeg ponašanja hrvatskog stanovništva neće se promijeniti, čak i da Sabor prihvati inicijative za uklanjanje valutne klauzule iz kreditnih ugovora. Govoreći o aktualnoj krizi eura, Presečan je ustvrdio da je uzrok problema fiskalna nedisciplina. Da je poštovana gornja granica ograničenja, ne bi bilo potrebe za stabilizacijskim

fondovima, za otkupom državnih obveznica, što poduzima Europska središnja banka, niti za razmatranjem mogućnosti uvođenja obveznica.[20]

Kod depozitne euroizacije autori pronalaze da povijest visoke ili kolebljive inflacije i povijest devalvacije nemaju ulogu kad se uzme u obzir trenutačna kvaliteta institucija. Međutim, povijest problema u bankarskom sektoru i ovdje ima ulogu, i to tako da jednom kad se počne vraćati povjerenje u bankovni sustav, stanovništvo počinje vraćati deviznu gotovinu u banke, ali u obliku deviznih depozita, što automatski povećava čistu depozitnu euroizaciju (iako smanjuje valutnu supstituciju). Glede inflacije Scheiber i Stix pronalaze da ona ipak ima utjecaj na depozitnu euroizaciju, ali pomoću složenijeg mehanizma (u teorijskoj literaturi poznat kao tzv. minimum variance portfolio dollarizationratio) koji predviđa da, što je veća kolebljivost inflacije u odnosu na kolebljivost relevantnoga deviznog tečaja, veća je depozitna euroizacija.[21]

Neki analitičari analiziraju pojavu kreditne euroizacije u regiji te u tom smislu povezuju pregled literature s vlastitom ekonometrijskom analizom uzorka od 13 zemalja u regiji. Njihovi rezultati ističu već opisane uzroke i katalizatore kreditne euroizacije, a posebice činjenicu da što su inozemni izvori financiranja dostupniji, ona je izrazitija, bez obzira na to kanaliziraju li banke te izvore u domaćem ili inozemnom vlasništvu. Nadalje, oni promatraju devizno kreditiranje stanovništva odvojeno od deviznoga kreditiranja poduzeća te pronalaze da je rast domaćih depozita u inozemnoj valuti u pozitivnoj vezi s rastom deviznih kredita stanovništvu, dok je rast inozemnih izvora banaka više u pozitivnoj vezi s rastom deviznih kredita poduzećima.[3]

## **5.2. Kamatna politika i euroizacija**

U nedavno objavljenim radovima o euroizaciji u našoj regiji, (Rainer i Haiss,2010.; Scheiber i Stix, 2009.), se samostalno istražuju kvantitativna i kvalitativna obilježja hrvatskoga gospodarstva važna za pozicioniranje Hrvatske u uzorku zemalja za koje su ova istraživanja provedena. Na osnovi toga daju se inicijalne naznake kakve bi mjere nositelji gospodarske politike trebali poduzeti žele li potaknuti euroizaciju u zemlji. Polazi se od teze da izrazito visok stupanj euroizacije u Hrvatskoj čini promjenu tečajnog režima iznimno rizičnim pothvatom.[28]

Zbog toga se o mogućim deeuroizacijskim mjerama raspravlja isključivo u kontekstu postojećeg arigidnoga tečajnog režima, u kojem je euro odnosna valuta, a relativna stabilnost nominalnoga valutnog tečaja kune prema euru služi kao pokazatelj makroekonomske stabilnosti i sidro za očekivanja gospodarskih subjekata u zemlji. Dakle, simetrična fleksibilizacija tečajnog režima, u ovom se radu ne razmatra[23]. Unutar postavljenog okvira rezultati upućuju na to da nositelji makroekonomske politike u Hrvatskoj, odluče li poduzeti aktivne mjere usmjerene smanjivanju trenutačno visokog stupnja euroizacije u zemlji, moraju imati na umu visok rizik da se te mjere pokažu neučinkovitima s obzirom na duboku ukorijenjenost euroizacije u društvu kao i na mogućnost da one, mehanizmom regulatorne arbitraže, proizvedu neke neželjene nuspojave, kao što je manja dostupnost kredita određenim segmentima dužnika.[24]

U ovom dijelu rada analizirana je evolucija euroizacije u Hrvatskoj iz kuta koji omogućuje da se najbolje procijeni koje bi se od predloženih aktivnih deeuroizacijskih mjera mogle pokazati najučinkovitijima u Hrvatskoj. Radi toga uzimaju se tromjesečni podaci o valutnoj strukturi danih kredita te primljenih depozita iz statističkih izvješća poslovnih banaka koji su dostupni za razdoblje od 3. tromjesečja 1999. do 3. tromjesečja 2012. Uzimaju se i frekventniji, ali manje detaljni mjesečni podaci o valutnoj strukturi depozita iz konsolidirane bilance monetarnih institucija kako bi se analizirale neke pojave u duljem razdoblju, od srpnja 1995. do rujna 2012.[17]

Također, uzimaju se u obzir i mjesečni podaci o aktivnim kamatnim stopama (na kredite) i pasivnim kamatnim stopama (na depozite) poslovnih banaka za nove poslove od srpnja 1995. do rujna 2010. Dulji vremenski niz podataka ne omogućuje raščlambu kunskih depozita u pasivi i kunskih kredita u aktivi monetarnih institucija na one s valutnom klauzulom i one bez nje. Međutim, budući da su se kunski depoziti s valutnom klauzulom epizodno pojavili tek u kasnijoj fazi razvoja bankarskog sektora, depozitna euroizacija u RH može se promatrati i u svjetlu odnosa kunskih (s valutnom klauzulom i bez nje) i deviznih depozita kod monetarnih institucija. Na osnovi takvog razmatranja može se postaviti hipoteza da su trendovi u depozitnoj euroizaciji (i deeuroizaciji) u Hrvatskoj u posljednjih 15 godina proizvod nekoliko važnijih događaja.[25]

Najprije, snažan rast deviznih depozita te istodobna stagnacija kunskih depozita u neposrednom poslijeratnom razdoblju 1995.–1999. Vjerojatno se mogu pripisati poslijeratnoj repatrijaciji

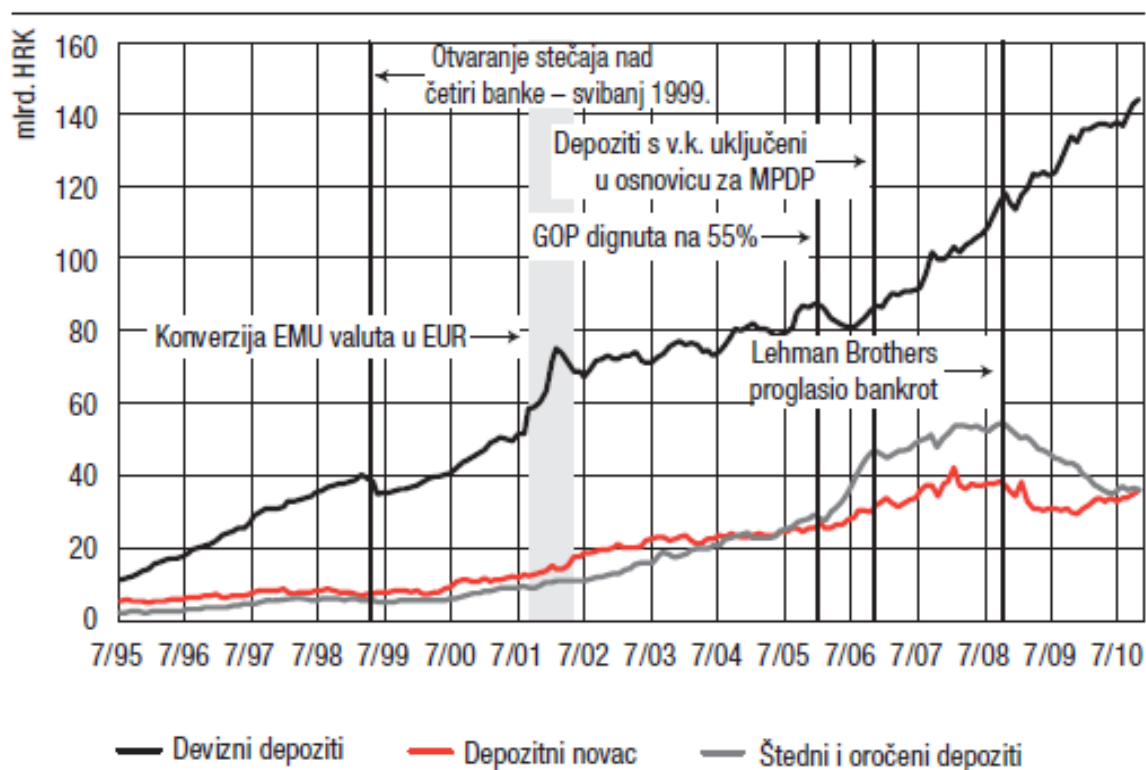
ušteđevine građana, potaknutoj stabilizacijom sigurnosno-političkih prilika u zemlji, te izostanku snažnijeg rasta gospodarske aktivnosti. Taj je rast deviznih depozita nakratko preokrenut za vrijeme kratke, ali znakovite epizode povlačenja depozita u proljeće 1999. na vrhuncu poslije privatizacijskog poremećaja u bankarskom sektoru, praćenog recesijom. Nakon toga uslijedio je još brži rast deviznih depozita, koji je kulminirao konverzijom strane gotovine u starim valutama zemalja članica EMU u euro krajem 2001. i početkom 2002. godine.[18]

U cijelom tom razdoblju prije 2002. godine euroizacija imovine nefinancijskog sektora u zemlji sveprisutna je pojava, i to ne samo u bankarstvu. Primjerice, osnivanje stambenih štedionica dočekano je s izrazitim nezanimanjem građana, sve dok im nije omogućena štednja s valutnom klauzulom, a sličan je bio i tijek razvoja tržišta životnih osiguranja u Hrvatskoj. Glede kreditne euroizacije, može se reći kako je sama država postavila kao normu zaduživanje u stranoj valuti, s obzirom na to da se do 2000. godine zaduživala kod domaćih banaka pretežno u devizama, a potom se najčešće zaduživala u velikim iznosima izdavanjem devizno nominiranih obveznica na inozemnom tržištu.[26]

Međutim, od početka 2000. godine prvi put snažno raste i štednja u kunama, kao i depozitni novac, najvjerojatnije pod utjecajem ubrzavanja rasta gospodarske aktivnosti, koji je Hrvatska narodna banka (HNB) podržala znatno bržim povećanjem kunske likvidnosti, nego u prethodnom razdoblju. Promatrajući iz suprotnoga kuta, te iste godine započinje i višegodišnji ciklus gospodarskog rasta zasnovanog na obilnim priljevima kapitala iz inozemstva, koji su monetarne vlasti morale sterilizirati kako bi ublažile aprecijacijske pritiske na domaću valutu. Tako stvorena kunska likvidnost počela se kanalizirati ubrzanom kreditnom aktivnošću domaćih banaka, koja je kulminirala 2002. godine, ali se nastavila i tijekom sljedećih pet godina, sve do izbijanja globalne krize. Dakle, uzročno-posljedična veza između priljeva inozemnoga kapitala, intenziviranja domaće gospodarske aktivnosti i rasta udjela kunskih u ukupnim depozitima kod banaka gotovo sigurno u razdoblju 2002. – 2007. nije bila dvosmjerna.[25]

U nastavku su slike 4.1. i 4.2. koje pobliže prikazuju tematiku koja se je analizirala u prijašnjim odlomcima ovog dijela rada. Poslije njih dana su objašnjena obje slike.

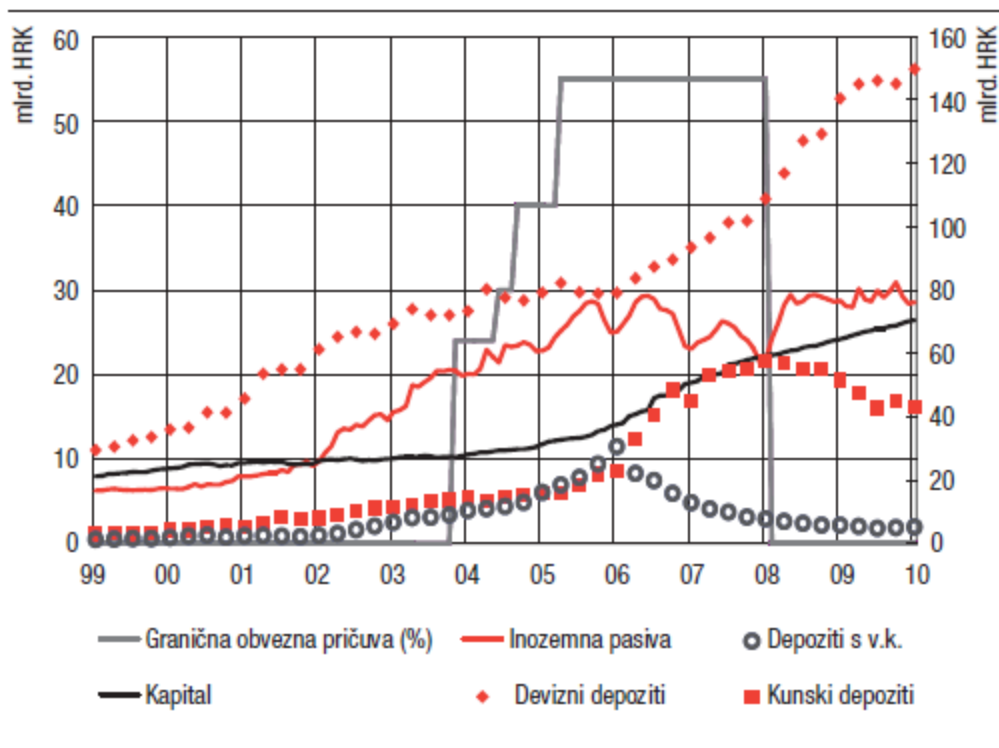
U nastavku je slika 4.1. koja prikazuje depozitnu euroizaciju u RH 1995. – 2010. godine.



**Slika 4.1. Depozitna euroizacija u RH 1995. – 2010.**

Izvori: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr).

U nastavku je slika 4.2. koja prikazuje strukturu obveza poslovnih banaka u RH 1999. – 2010. godine.



**Slika 4.2. Struktura obveza poslovnih banaka u RH1999. – 2010.**

Izvori: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr).

Može se primijetiti da se, s povremenim oscilacijama, u većem dijelu tog razdoblja zadržao trend dominacije deviznih depozita u strukturi obveza poslovnih banaka. Tek nakon što je HNB do kraja pooštrio mjere granične obvezne pričuve (u nastavku teksta: GOP) potkraj 2005. godine te ih podržao bonitetnim mjerama sredinom 2006. godine (koje su dodatno pooštrene krajem 2007. godine) i zatvaranjem “rupe” u mjeri obvezne pričuve devizne likvidnosti (službenog naziva “minimalno potrebna devizna potraživanja”, u nastavku teksta: MPDP) u drugoj polovini te godine, dolazi do velike promjene trenda u strukturi obveza banaka u smjeru povećavanja udjela kapitala te “čistih” kunskih i deviznih depozita te istodobnog smanjivanja važnosti inozemnih obveza banaka i kunskih depozita s valutnom klauzulom, od kojih ovi drugi do početka 2010. prestaju biti značajan oblik štednje.[17]

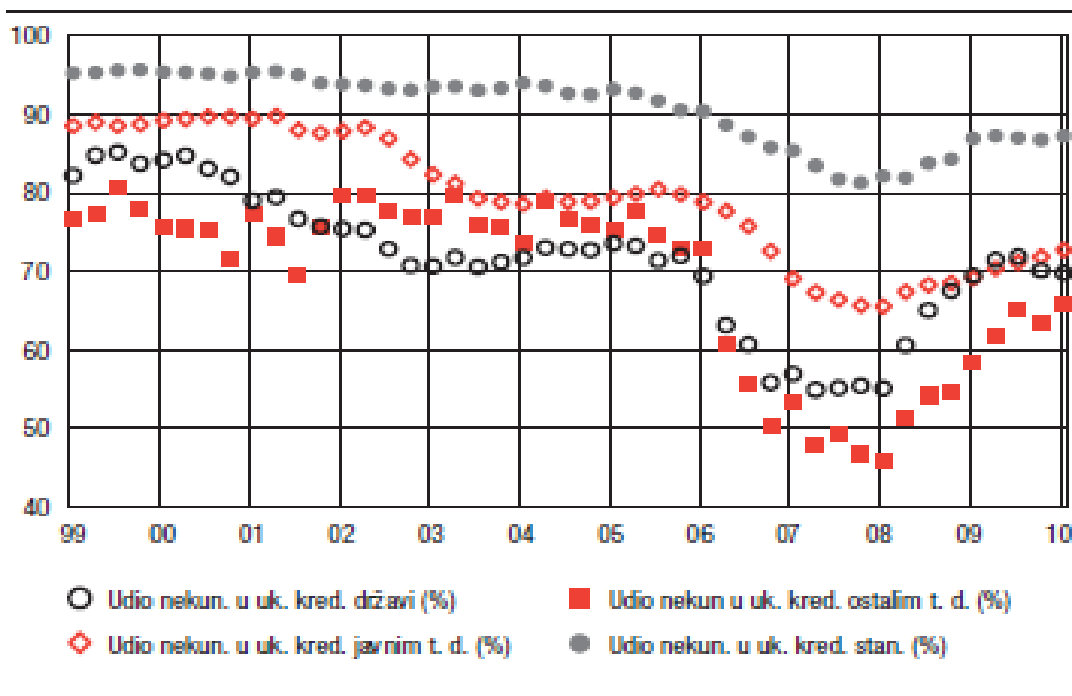


Sve to upozorava na duboku ukorijenjenost depozitne euroizacije u društvu tijekom cijelog razdoblja 1995. – 2010. Posljednji događaj koji obilježava prekretnicu u trendovima depozitne euroizacije u Hrvatskoj jest kulminacija svjetske financijske krize koju simbolizira propast investicijske banke Lehman Brothersu rujnu 2008. godine. Ubrzo nakon tog događaja dolazi do ozbiljnih poremećaja u financijskim tokovima diljem svijeta, a u malim otvorenim gospodarstvima kao što su Island i Irska oni poprimaju krajnje negativan oblik još istog tog mjeseca.

Vlade u tim zemljama odmah vuku radikalne poteze, ponajprije znatno povećavajući opću likvidnost financijskog sustava i doseg osiguranja štednih uloga, kako bi izbjegle valutnu krizu ili/i krizu bankarskog sektora. Prateći ove događaje, kao i njihov utjecajna domaća kretanja, HNB već u listopadu 2008. ukida graničnu obveznu pričuvu, a sljedećega mjeseca znatno spušta opću stopu obvezne pričuve i proširuje listu prihvatljivih zaloga za izvanredni kredit za likvidnost, kako bi istodobno osigura dostatnu kunsku i deviznu likvidnost te potaknuo priljev svježega kapitala u bankovni sustav. Povećanje i iznos do kojeg država jamči sigurnost štednih pologa i transakcijskih depozita kod depozitnih institucija.

Te su mjere očito pridonijele uspostavi povjerenja u domaći financijski sustav, pa je do smanjenja depozita kod monetarnih institucija došlo samo kratkotrajno u listopadu i studenome 2008. godine. Nakon studenoga 2008. oni nastavljaju snažno rasti, nastavlja se i brzi rast kapitala banaka, a dolazi i do naglog porasta inozemne pasive banaka, koja već u siječnju 2009. premašuje dotad najvišu zabilježenu razinu, iz sredine 2006. godine, prije početka masovne dokapitalizacije banaka. Međutim, početkom 2009. godine dolazi do snažnog jačanja deprecijacijskih pritisaka na kunu zbog stvarnog usporavanja gospodarske aktivnosti i zbog neizvjesnosti oko sve nepovoljnijih revizija gospodarskih prognoza i kreditnog rejtinga zemlje. Opisani trendovi u depozitnoj euroizaciji u Hrvatskoj, iako važni sami po sebi, ovdje su promatrani u kontekstu problema kreditne euroizacije i s njom povezanih rizika, tj. u onoj mjeri koliko depozitna euroizacija pridonosi kreditnoj euroizaciji. Ta bi povezanost trebala biti zajamčena u sustavima gdje regulativa ograničuje izravnu izloženost banaka valutnom riziku, a stupanj povezanosti ovisi i o tome smatraju li se kunski krediti (depoziti) s valutnom klauzulom kunskom imovinom (obvezom) u primjeni tog ograničenja u praksi.

Slika 4.3. u nastavku rada prikazuje euroizaciju u Hrvatskoj 1999. – 2009. godine.



**Slika 4.3. Euroizacija u Hrvatskoj 1999. – 2009.**

Izvori: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

Kako u Hrvatskoj regulativa ograničuje otvorenu deviznu poziciju banke na najviše 30% njenoga jamstvenoga kapitala (20% od 2003. do 2009.), a svi instrumenti s valutnom klauzulom u kontekstu ove odluke od travnja 2003. godine smatraju se deviznim instrumentima, može se očekivati da je u hrvatskom bankarskom sektoru prisutan relativno visok stupanj “pokrivenosti” nekunskih obveza nekunskom imovinom banaka, tj. da depozitna reeuroizacija odnosno deeuroizacija mora teći istodobno s kreditnom.

Čini se da statistički podaci potvrđuju to očekivanje u cijelom razdoblju od 2000. do 2010. Na kraju tog razdoblja, krajem rujna 2010. godine, gotovo 80% depozita kod monetarnih institucija čine devizni depoziti, što je najviše od veljače 2004. godine, a 73% kredita stanovništvu i 70%

kredita ostalim trgovačkim društvima čine nekunski krediti, što približno odgovara stupnju kreditne euroizacije koji je posljednji put zabilježen sredinom 2006. godine za trgovačka društva odnosno sredinom 2007. za stanovništvo.[20] Osim depozitne euroizacije ističe se i visok udio deviznog u ukupnom dugu države kao važan činitelj koji neizravno pridonosi kreditnoj euroizaciji, povrh njegova izravnog utjecaja preko udjela deviznih u ukupnim potraživanjima financijskog sektora od države. Do toga dolazi zbog nepouzdanosti ("nerizične") krivulje prinosa na domaću valutu u situaciji kada država dužničke vrijednosne papire u domaćoj valuti izdaje neredovito ili/i u malim iznosima.

Glede stvaranja kunske krivulje prinosa, poznato je da je hrvatska država aktivno djelovala u tom smjeru tek od kraja 2005. godine, izdajući znatno više obveznica nominiranih u kunama nego u prethodnom razdoblju, ali je kulminacija krize naglo prekinula tu praksu (Vlada RH, 2010.) Tako danas država ima izdanih samo pet obveznica nominiranih u kunama, s dospijecem od 2,5 do 9,5 godina. Ipak, tijekom 2010. godine izdane su dvije kunske obveznice (od pet), od kojih je jedna desetogodišnja, što upućuje na to da država shvaća važnost izgradnje kunske krivulje prinosa. Pritom je posebno važno upravo redovito izdavanje desetogodišnjih kunskih obveznica kako bi se u kontekstu pristupanja Hrvatske Europskoj uniji moglo nadzirati i ispunjavanje Maastrichtskoga kriterija dugoročnih kamatnih stopa.

Međutim, u podacima je primjetljiv uporno visok udio nekunskih u ukupnim kreditima banaka državi u cijelom analiziranom razdoblju kao i to da je stupanj kreditne euroizacije katkad čak viši za sektor države nego za ostale sektore u Hrvatskoj. To znači da ima još mnogo prostora za državu da aktivno sudjeluje u mjerama za izravno poticanje kreditne euroizacije u budućnosti. Na kraju, još jedan činitelj koji bi mogao objasniti evoluciju kreditne euroizacije u Hrvatskoj svakako je i aktivistička politika središnje banke u posljednjem desetljeću, odnosno monetarne i bonitetne mjere koje je HNB provodio kako bi obuzdao kreditni rast zasnovan na obilnom financiranju iz inozemstva. Međutim, dok je kod depozita pretpostavljena relativno jednostavna priroda povezanosti između stupnja euroizacije i mjera HNB-a (GOP i MPDP, što poskupljuje devizne izvore sredstava banaka), kod kredita to nije moguće. Naime, mjera upisa obveznih blagajničkih zapisa u iznosu razmjernom prekoračenju kreditnog rasta banke (u nastavku teksta:

OBZ), koja je bila na snazi tijekom 2003. godine i u nešto izmijenjenom obliku ponovo u razdoblju 2007. – 2009., nije razlikovala kunske od nekunskih kredita banaka.

Dakle, ako je mjera OBZ-a utjecala na evoluciju kreditne euroizacije u Hrvatskoj, onda je to vjerojatno činila neizravno promjenom ročne ili sektorske strukture kreditnog rasta. U pravilu banke u kunama češće daju kratkoročne nego dugoročne kredite. Također, kod bankovnih kredita sektoru stanovništva, čiji se rast znatno manje usporio od rasta kredita sektoru trgovačkih društava u razdobljima u kojima je mjera OBZ-a bila na snazi, udio kratkoročnih u ukupnim kreditima znatno je manji nego kod sektora trgovačkih društava. Zbog toga, ako je u vremenu u kojemu je mjera OBZ-a bila aktivna došlo do supstitucije bankovnih kredita postojeća ročna i sektorska struktura (primjerice, supstitucija je mogla biti koncentrirana u segment dugoročnih kredita poduzećima), tada je mjera OBZ-a mogla imati neizravan i negativan učinak na stupanj kreditne euroizacije u razdobljima u kojima je bila na snazi.[17]

S druge strane, može se očekivati da je bonitetna mjera kojom je od sredine 2006. godine i dodatno od početka 2008. godine povećan kapitalni zahtjev za izloženost banaka valutno induciranom kreditnom riziku (VIKR) izravno pridonijela povećanju ponude kunskih kredita banaka. Međutim, u tromjesečnim podacima utjecaj uvođenja tih mjera teško može biti izoliran od utjecaja drugih važnih mjera HNB-a koje su uvedene istodobno, kao što je uključivanje kunskih depozita s valutnom klauzulom u osnovicu za mjeru MPDP-a početkom trećeg tromjesečja 2006. godine ili povećanje pričuve OBZ-a za prekoračenje kreditnog rasta početkom 2008. godine.

Statistički značaj opažanja iznesenih u prethodnim poglavljima ispitan je za razdoblje od siječnja 2004. do rujna 2009. u kontekstu nekoliko empirijskih modela euroizacije u Hrvatskoj. Pri tom se samo konceptualno krenulo od strukturnog modela kreditne, odnosno depozitne euroizacije, koji se zasniva na načelu nepokrivenoga kamatnog pariteta. To načelo nalaže da je, gledano iz kuta ne financijskog sektora, omjer ponude kunskih i ukupnih depozita (potražnje za kunskim u ukupnim kreditima) u pozitivnoj (negativnoj) vezi s razlikom između kamata na kunske depozite (kredite) i kamata na nekunske depozite (kredite) i očekivane promjene vrijednosti eura mjerene u kunama.

Također, rigidnost tečaja ili kamatnih stopa kao i dojam nedovoljne premije za rizik inflacije u kamatnim stopama na domaću valutu mogu dovesti do toga da i očekivanje inflacije postane relevantan činitelj na strani relativne ponude kunskih depozita, odnosno potražnje za kunskim kreditima. Očekivane veze imaju, naravno, obratan predznak u modelima koji definiraju relativnu potražnju za kunskim depozitima, odnosno ponudu kunskih kredita. Također, iz kuta bankarskog sektora relativna potražnja za kunskim depozitima (ponuda kunskih kredita) ovisi i o njihovu relativnom regulatornom trošku u odnosu na trošak njihovih nekunskih supstituta.[17]

Postoji nekoliko poteškoća pri pokušaju ocjene parametara strukturnog modela kreditne, odnosno depozitne euroizacije. Prvo, kada je financijsko tržište nerazvijeno, najčešće ne postoje financijski instrumenti iz čijih bi se cijena moglo izvesti implicitno očekivanje budućega kretanja deviznog tečaja ili inflacije u nekom razdoblju. Stoga se u praksi katkad pretpostavlja da se očekivanje promjene deviznog tečaja ili inflacije zasniva na nedavnoj prošlosti njihovih trendova, u kombinaciji sa zaostajućom vrijednošću zavisne varijable u modelu, koja “nosi informaciju” o relevantnim očekivanjima iz prethodnog razdoblja.

Drugo, pojavljuje se i problem simultanosti između stupnja euroizacije i relevantne kamatne razlike kao i mogućnost da banke utječu na valutnu strukturu potražnje nefinancijskog sektora za kreditima (ponude depozita) putem necjenovnih signala. Primjeri relevantnih necjenovnih signala u kontekstu kreditne euroizacije odnose se na diskriminaciju prema valuti kredita pri utvrđivanju naknada i provizija, broja jamaca, omjera hipoteke i kredita, omjera rate kredita i redovnih primanja te dopuštenih ročnosti i namjena kredita. Primjeri takvih varijabli relevantnih za depozitnu euroizaciju odnose se ponajprije na stupanj likvidnosti depozita (mogućnost prijevremenog razročenja ili promjene kamatne stope i sl.) kao i na njegova cross-selling obilježja, odnosno na pogodnosti koje vlasnik depozita ostvaruje koristeći se drugim uslugama banke.[17]

Zbog svega navedenog u praksi se najčešće procjenjuju parametri modela koji uključuju i činitelje ponude i činitelje potražnje među objašnjavajućim varijablama, a takav je pristup i u ovom radu. U kontekstu Hrvatske, raniji su takvi radovi Kraft (2003.) i Kokeny (2010.). Bitna razlika između ekonometrijske analize provedene u ovom radu i u Kokeny (2010.) u odnosu

na Kraft (2003.) jest u tome što se ova druga odnosi na različito razdoblje, dok u odnosu na oba ta rada ovdje provedena analiza uzima u obzir detaljniji skup podataka kao i veći broj modela, kako bi se bolje provjerila osjetljivost rezultata na implicitne pretpostavke u samim modelima.

Valja nešto reći i o učincima eksterne financijske liberalizacije na monetarni sustav i gospodarstvo Hrvatske. U proteklih dvadesetak godina hrvatsko gospodarstvo je prošlo kroz različite procese transformacije u svrhu prilagođavanja tržišnim standardima te kriterijima konvergencije kao makroekonomskim okvirima budućeg uključivanja u europske integracije, a što je uključilo i provođenje interne te postupne eksterne financijske liberalizacije. Sve navedeno se bitno odrazilo na promjene obilježja financijskog sustava i ukupnog gospodarstva, kao i na izbor instrumenata te konačnih i indirektnih ciljeva monetarne politike. Stabilnost cijena predstavlja temeljni cilj djelovanja neovisne nacionalne središnje banke te se od 1993. godine do danas temelji na nominalnom sidru deviznog tečaja. U ostvarivanju tog cilja središnja banka je bila više nego uspješna, jer gospodarstvo već više od sedamnaest godina uživa blagodati niske inflacije i stabilnog deviznog tečaja.

### **5.3. Deeuroizacija u Hrvatskoj**

U praktičnom smislu, od provedbe Stabilizacijskog antiinflacijskog programa 1993. godine (i prvo fiksiranja deviznog tečaja domaće valute za njemačku marku, a kasnije uvođenje upravljano plivajućeg deviznog tečaja koji središnja banka brani svim raspoloživim instrumentima), stabilnost cijena omogućena je realnom aprecijacijom domaće valute. Pri tome treba razlikovati dva različita razdoblja aprecirane kune, od kojih je svako na određeni način određeno oblicima aktualnih procesa interne i eksterne financijske liberalizacije. Prvo razdoblje traje od 1993. do 2000. kada je kroz visoku obveznu pričuvu i druge instrumente monetarne politike ograničena ekspanzija kredita banaka, što je u okruženju visokih kamatnih stopa (na kredite banaka te štedne i oročene depozite, kao alternative držanju novca) onemogućilo rast ponude novca mjerene monetarnim agregatom M1 (uz istodobnu ekspanziju agregata M3 unutar kojeg su se posebno povećavali devizni depoziti stanovništva).[17]

Rigidnost takvog monetarnog režima očitovala se u gotovo nepromijenjenoj veličini novčane ponude od 1995. do 1999., širenju nelikvidnosti u poslovnoj sferi gospodarstva te razvoju dužničko-vjеровničke krize 1998. koju je popratila i kratkotrajna kriza pojedinačnih banka. Zahvaljujući rigidnosti monetarnog sustava i isključivoj orijentiranosti središnje banke na održavanje stabilnosti tečaja aprecirane domaće valute održana je višegodišnja stabilnost cijena, ali nikada nije izgrađeno povjerenje u domaću valutu. Višegodišnje razdoblje u kojem je domaća valuta bila umjetno aprecirana pogodovalo je rastu uvoza roba i usluga, dok je istodobno konkurentnost domaćeg izvoza znatno smanjena. Uz nisku stopu inflacije kojoj je pridonosio porast konkurencije jeftinijih inozemnih proizvoda na domaćem tržištu, iz godine u godinu povećavala se neravnoteža između rapidnog rasta uvoza roba i usluga te neadekvatnog rasta izvoza.[17]

Međutim, iako je taj proces sam po sebi trebao dovesti do slabljenja domaće valute (a potom i korekcije unutar koje bi oslabljena valuta pridonijela rastu izvoza), korekcija je izostala jer je jaka valuta podržana restriktivnom monetarnom politikom, intervencijama središnje banke na domaćem deviznom tržištu te različitim (atipičnim) izvorima priljeva deviza u monetarni sustav. Na popisu različitih izvora stranih valuta i deviza treba spomenuti valutnu supstituciju i euroizaciju depozita stanovništva kao fenomen koji je Hrvatska naslijedila iz razdoblja bivše Jugoslavije kada je, zbog stalnih nestabilnosti u štednom sustavu te visokih stopa inflacije (kakve su u Hrvatskoj postojale do listopada 1993), stanovništvo razvilo sklonost štednji u stranoj valuti, dok je još u razdoblju Jugoslavije država legalizirala držanje deviznih depozita stanovništva kod domaćih banaka (što predstavlja jedan od oblika eksterne financijske liberalizacije o kojoj je bilo riječi u drugom poglavlju).[27]

U početnim godinama monetarne neovisnosti, Hrvatska je nedostatne međunarodne pričuve stvarala upravo kroz privlačenje deviznih depozita stanovništva u domaći bankovni sustav, što znači poticanje procesa euroizacije u financijskom sustavu (iako je s druge strane središnja banka preuzela obvezu održavanja stabilnosti cijena, a u hrvatskim okolnostima indirektno i obvezu obrane deviznog tečaja domaće valute od deprecijacije). Kasnije, tijekom rata u prvoj polovici 90-ih formiranju deviza pridonosili i različiti oblici pomoći u formi doznaka iz inozemstva koje

je primala država i domicilno stanovništvo. Tradicionalno, izvoz roba te devizni priljevi od turizma predstavljaju izvor deviza, ali su ti potencijali postali bitno ograničeni početkom 90-ih godina zbog ratnih razaranja u kojima je stradao dio industrije.[33]

S obzirom na konstrukciju monetarnog sustava kvazi valutnog odbora te usmjerenost monetarne politike na stabilnost cijena i stabilnost deviznog tečaja (uz toleranciju prema određenom stupnju aprecijacije), monetarna politika u Hrvatskoj ima mali manevarski prostor djelovanja na ukupna ekonomska kretanja. To je doduše tipično za male otvorene privrede koje su izložene i ovisne o međunarodnim tokovima novca i kapitala. Međutim, veći problem predstavlja korištenje nominalnog sidra deviznog tečaja i dobrovoljno podržana euroizacija (devizni depoziti, krediti s valutnom klauzulom i inozemno zaduživanje banaka) zbog kojih središnja banka gubi mogućnost utjecaja na kretanje domaćih kamatnjaka.[17]

Tada stanje likvidnosti u bankovnom sustavu i mogućnosti monetarne ekspanzije (koja bi pridonijela ekonomskoj ekspanziji) primarno ovise o zbivanjima na globalnoj sceni, odnosno prvenstveno u Eurozoni s kojom smo značajno povezani, kako kroz neto-priljev novca i kapitala, tako i kroz vanjskotrgovinsku razmjenu. Dodatno, kako središnja banka nema direktne kontakte s nemonetarnim subjektima (izuzetak su depoziti države kod središnje banke), prenošenje efekta iz monetarnog u realnu sferu gospodarstva određeno je primarno ponašanjem i politikama banaka koje posluju u Hrvatskoj, a među kojima velike i srednje banke u stranom vlasništvu određuju sve pravce i kanale transmisije novca u Hrvatskoj. Rezultat je kumulirana sektorska struktura odobrenih kredita u korist sektora stanovništvo, odnosno struktura ekonomske aktivnosti usmjerena na rast potrošnje i uvoza. Umjesto toga ekonomska aktivnost trebala je biti usmjerena u pravcu rasta investicija, proizvodnje i zaposlenosti, kako bi se zaštitili dugoročni interesi nacionalnog gospodarstva.[28]

Financijska liberalizacija donosi niz prednosti, ali i zamke koje mogu ugroziti održiv ekonomski rast i razvoj zemlje. Prihvaćajući model neoliberalizma zemlje se odriču mogućnosti korištenja ekonomskih politika za poticanje ekonomskog napretka i povećanja blagostanja domicilnog stanovništva. Eksterna financijska liberalizacija pridonosi gubitku vlastite proizvodnje i potencijalnih radnih mjesta u zemljama koje cijenom rada i produktivnošću rada ne mogu



konkurirati azijskim zemljama i zemljama Latinske Amerike, odnosno ne mogu konkurirati zemljama u kojima je životni standard i kvaliteta života radnika daleko lošija. Liberalizacija pridonosi efikasnijem ostvarivanju profita privatnog kapitala, ali problem je činjenica da za privatni kapital, niti jedan opći nacionalni interes nema prioritet u odnosu na privatne osobne interese.[29]

Iako bi težnja za ostvarivanjem profita privatnog kapitala po definiciji trebala pridonositi većoj efikasnosti ukupne ekonomije, potpuna interna i eksterna liberalizacija mogu postati uzrok devijantnih pojava, zbog kojih razvijene zemlje poput SAD-a mogu izgubiti poziciju vodećeg ekonomskog lidera. Za svako nacionalno gospodarstvo je opasno potpuno odricanje od mogućnosti korištenja državnog intervencionizma, zbog čega će uvijek postojati određena javna ili prikrivena nastojanja za uplitanje u slobodni mehanizam tržišta. No, upravo zbog toga tržišta nikada neće biti slobodna pa će se pored pozitivnih učinaka liberalizacije javljati i negativni učinci. Današnja svjetska ekonomija je daleko od slobode i savršenog mehanizma djelovanja tržišta, a moglo bi se reći da se nalazi na svojevrsnom raskrižju između:

- putova koji vode većoj liberalizaciji,
- putova koji vode većoj ulozi države u usmjeravanju nacionalnog gospodarstva (državni kapitalizam),
- ekstremnih putova koji vode uvođenju različitih oblika restrikcija na tokove roba, novca i kapitala[29]

## 6.ZAKLJUČAK

Nositelji makroekonomske politike u Hrvatskoj moraju odlučiti žele li i u budućnosti prihvaćati izrazito visok stupanj kreditne euroizacije u zemlji te ograničavati s njim povezan valutno inducirani kreditni rizik stabilizacijom nominalnog tečaja i dodatnim kapitalnim pričuvama banaka ili žele poduzeti aktivne mjere usmjerene smanjivanju kreditne euroizacije u zemlji. Analiza uzroka visokog stupnja kreditne euroizacije prvi je korak k odabiru potencijalno najučinkovitijih mjera za njezino smanjivanje.

U ovom radu analizirala se evolucija kreditne euroizacije u Hrvatskoj od 1995. do početka 2012. godine, kako bi se identificirali njezini mogući uzroci. Na osnovi provedene analize i pregleda novije literature raspravljalo se i o mogućim mjerama za poticanje kreditne euroizacije u zemlji. Nasuprot uvriježenom mišljenju, ne zaključuje se da je glavni uzrok visokog stupnja kreditne euroizacije u zemlji duboka ukorijenjenost depozitne euroizacije u sprezi sa zakonskom obvezom banaka da ograničavaju svoju izloženost izravnom valutnom riziku kontinuiranim usklađivanjem valutne strukture svojih obveza i imovine. Naprotiv, uzroke visokog stupnja kreditne euroizacije, barem u razdoblju nakon 2003. godine, valja tražiti u dubokoj ukorijenjenosti same kreditne euroizacije zbog povijesnih političko-ekonomskih činitelja, a visok stupanj depozitne euroizacije odraz je potrebe banaka da zadovolje logičnu zakonsku obvezu da usklađuju valutnu strukturu svojih obveza i imovine.

Razmotrena su suprotna gledišta na pitanje monetarne suverenosti države. Monetarna suverenost može se uspostaviti tako da je država u cijelosti samostalno izvršava kreirajući vlastiti monetarni sustav, emitirajući svoju valutu te samostalno određujući smjernice monetarne politike sukladne realnim kretanjima gospodarstva. Drugi je aspekt predstavljen određenim oblikom monetarne integracije, primjerice europske ekonomske i monetarne integracije u kojoj države nepovratno prenose dio svog nacionalnog suvereniteta na novostvorenu i supranacionalnu ekonomsku zajednicu. Intenzitet integracije financijskih tržišta, sukladno vladajućem trendu globalizacije, postavlja pitanje izbora između monetarne nezavisnosti i pojedinog oblika tečajnog režima. Pitanje neposrednog izbora nije čak ni primarno kada se ima na umu da je svjetska ekonomija praktički podijeljena na tri valutna bloka u smislu dolar-jen-euro. Priklijanje jednom od

izloženih valutnih područja, neminovno zahtijeva primjereno oblikovanje i vođenje monetarne i devizne politike koje će jednakovrijedno ostvariti nacionalni gospodarski rast i približavanje političkim ciljevima države.

U radu se zaključuje kako se desetljećima volatilne i nekonvertibilne valute posljednjih godina zamjenjuju jednom od čvrstih svjetskih valuta, točnije eurom. Ostvarenje gospodarskih ciljeva preko ekonomske integracije i uz instrumentalno vodstvo jednoobrazne monetarne politike izražava se kroz nekoliko modela ograničene monetarne suverenosti kao prelaznih oblika ka njenom potpunom napuštanju prilikom članstva u ekonomskoj integraciji. Slijedom toga, između dvaju navedenih ekstrema monetarnog spektra, nailazi se na niz različitih oblika monetarnih organizacija i aranžmana s različitim utjecajem na monetarnu suverenost države.

Na osnovi te analize, a u slučaju da se nositelji ekonomske politike odluče za pristup aktivnog poticanja deeuroizacije te pretpostavljajući zadržavanje postojećeg okvira monetarne politike i regulative financijskog sektora, preporuka glasi da se u nizu mjera koje se navode u ekonomskoj literaturi naglasak stavi na sljedeće: 1) da se javni sektor više zadužuje u domaćoj valuti, po mogućnosti češće, u manjim iznosima, i sa što je moguće raznolikijim rokovima dospijeća, kako bi se uspostavila referentna krivulja prinosa za domaću valutu; 2) da se uvede namet na kamate koje se plaćaju na nekunske kredite, kako bi se potaknula postupna supstitucija devizno nominiranih kredita kunskim kreditima i 3) da se primijene različite stope obvezne pričuve ili remuneracije na kunske i na nekunske depozite kako bi se potaknula depozitna deeuroizacija. Pri oblikovanju i primjeni tih mjera trebalo bi posebno paziti na to da se ograniče njihove moguće nuspojave, a tome može pomoći iskustvo koje je središnja banka stekla u provedbi monetarnih i bonitetnih mjera u prošlom desetljeću.

## 7. POPIS LITERATURE

### Knjige, članci i internet izvori:

1. Lovrinović, I. (srpanj/kolovoz 2002.) Zašto tranzicijske zemlje napuštaju nacionalne valute i gube monetarnu suverenitet? *Profit* (2002)11/12, str. 31.-36.  
Lovrinović, I. (rujan 2002.) Mogućnosti monetarne politike u uvjetima dolarizacije. *Profit* (2002)13, str. 31.-37.
2. Kordić, G. (2002.) Monetarna politika i bankarstvo u uvjetima dolarizacije i valutnog odbora, Zagreb 2002.
3. Ekonomska globalizacija i razvoj u malim zemljama Europe / uredili Lovre Božina, Denisa Krbec. Pula : Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", 2001.
4. Euro: Europska monetarna unija i Hrvatska. - Zagreb : Masmedia, 2003.
5. Galac, T. (listopad 2011.) Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj. *Hrvatska narodna banka*, Zagreb 2011
6. Ize, A., i Levy-Yeyati, E., (2003.): Financial dollarization, *Journal of International Economics*, sv. 59, br. 2, str. 323-347.
7. Financije u vrtlogu globalizacije, uredili Sandra Krtalić, Manuel Benazić. Pula : Sveučilišta Jurja Dobrile, Odjel za ekonomiju i turizam "Dr. Mijo Mirković", 2010.
8. Publikacija HNB, Financijska stabilnost, 2014.
9. Novak, B. Politika emisije kovanica denominiranih u eurima i eurocentima // 2nd International Conference of the Faculty of Economics in Sarajevo : ICES 2003 : From Transition to Development Globalisation and Political Economy of Development in Transition Economies : Conference Proceedings / Trifković, Miloa ; Brkić, Snježana ; Silajdžić, Vedad ; Mehić, Eldin ;
10. Salvatore, D. (rujan 2004.) Restructuring and Euroization in Accession Countries. *Journal of Policy Modeling* 26 (2004), str. 889.-902.
11. Šimović, J. Fiskalni sustav i fiskalna politika Europske unije. - Zagreb : Pravni fakultet, 2006.
12. Valev, N.T. (2010.) The Hysteresis of currency substitution : Currency risk vs. network externalities. *Journal of International Money and Finance* 29 (2010), str. 224.- 235.
13. <http://www.poslovni-savjetnik.com/tagovi/euroizacija> (30.07.2015.)

14. <http://www.poslovni.hr/vijesti/vujcic-stupanj-euroizacije-se-nece-mijenjati-10008#>  
(30.07.2015.)
15. <http://www.jutarnji.hr/hans---werner-sinn--eurizacija-vam-je-bila-greska--trazimo-izlaz/1305354/> ( 22.07.2015.)
16. <http://www.balkanijum.tv/bih/vijesti/22030.shtml> (26.07.2015.)
17. hnb, globalna kriza I kreditna eurizacija u rh, istraživanja, Zagreb, 2013.
18. Faulend, M., Šošić, V. (2002.) Dolarizacija i neslužbenogospodarstvo: slučajnipartneri? Financijska teorija i praksa 26 (1), str. 57.- 81
19. Vizek, M. Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj // Privredna kretanja i ekonomska politika (1330-187x) 109 (2006); 28-61.
20. Scheiber, T. i Stix, H. (2009.): Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe – New
21. Brkić, L. Euroization, monetary union and credibility of monetary policy // Anali Hrvatskog politološkog društva (1845-6707) 5 (2009), 1; 443-460
22. Determinants of financial euroization in a post-transition country : Do threshold effects matter?. URL:[http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1213\\_vizek.pdf](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1213_vizek.pdf)
23. Basso, H.S. et al (2011.) Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates. *Journal of Banking & Finance* 35 (2011), str. 794.-806.
24. Vlada RH (2010.): Pretpristupni ekonomski program 2010.-2012., str. 27-29, siječanj, dostupno na [www.mfin.hr/adminmax/docs/Pretpristupni ekonomski program 2010.-2012.pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Pretpristupni_ekonomski_program_2010.-2012.pdf) (26.07.2015.)
25. Zoričić, D. Determinante kretanja kamatnih stopa na hrvatskom financijskom tržištu : magistarski rad. Zagreb : Ekonomski fakultet, 28.04.2008. 2008.
26. Izvještaj EBRD, 2010.
27. Babić, A.(2002): Liberalizacija kapitalnih i financijskih transakcija u Hrvatskoj, Ekonomski pregled, 53 (5-6) str. 419-449
28. Feldstein, M. (ed.) (2003): „Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies“, University of Chicago Press, Chicago.
29. Grgić, M.; Bilas, V.; Šimović, H. (2004): „Financijska liberalizacija, monetarna i fiskalna politika Europske unije“, Serija članaka u nastajanju, Ekonomski fakultet Zagreb

## **POPIS SLIKA**

Slika 4.1. Depozitna euroizacija u RH 1995. – 2010.	43.str
Slika 4.2. Struktura obveza poslovnih banaka u RH1999. – 2010.	44.str
Slika 4.3. Euroizacija u Hrvatskoj 1999. – 2009.	46.str